

שוקי הכספים וההון

ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון ב־1995 עוצבו במידה רבה על ידי מדיניות בנק ישראל, שחתרה להשגת יעד האינפלציה, בעיקר באמצעות ריבית מקומית גבוהה, תוך שמירה על משטר שער החליפין. מדיניות זו הביאה ליבוא הון רחב ממדים (שניזון גם משיפור המוניטין הפיננסי של ישראל), לגידול רב של האשראי במטבע חוץ ולצבירה מהירה של נכסים שקליים בלתי צמודים. הריבית הריאלית לטווח ארוך עלתה, בהשפעת המדיניות המוניטרית והביקוש הרב להשקעות במשק.

אמצעי התשלום ומספר מיצרפים הרגילים פחות להפרשי הריביות עלו כשיעור דומה לזה של התוצר, לאחר שנתיים של תנודות חריפות. עלייתו של סך האשראי הייתה מהירה מזו של סך הנכסים הכספיים, ושיעור הגידול של הרכוש היה נמוך במקצת מזה של התוצר, תוך עליית משקל הנכסים הפיסיים.

בשוק ההון בלטו ירידה גדולה של גיוס ההון באמצעות מניות והפחתת הצבירה באפיקים המוסדיים, כפרט בקופות הגמל, תוך צמצום היקף החסכונות לטווח ארוך.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון ב־1995 הובלו במידה רבה על ידי מדיניות הריבית של בנק ישראל, שנועדה להחזיר את המשק לתוואי התואם את יעד האינפלציה שקבעה הממשלה, לאחר החריגה המראית של האינפלציה מיעדה ב־1994. במהלך שנת 1994, ובעיקר בסופה, העלה בנק ישראל את הריבית על ההלוואה המוניטרית שהוא מעמיד לרשות הבנקים בכ־8 נקודות אחוז, ובראשית 1995 הגיעה רמתה לכ־18 אחוזים. בהמשך השנה הופחתה הריבית במידה מסוימת, ובממוצע עמדה על 15.6 אחוזים – כ־2 נקודות אחוז מעל לשיעורה ב־1994 וכ־4 נקודות אחוז יותר מאשר ב־1993.

המדיניות המוניטרית אכן תרמה, בשילוב עם הרחבת ההיצע בענפי החקלאות והדיור, להחזרת האינפלציה למסלולה – הישג חשוב על רקע גידול הביקושים וירידת שיעור האבטלה; אולם העלאת הריבית המקומית עודדה יבוא הון רחב ממדים לזמן קצר מחו"ל, נוסף על יבוא ההון הקשור למימון פרויקטים ולשיקולים אחרים של הטווח הארוך, ולחצה לבלימת פיחות השקל. בשל מחויבותו לרצועת שער החליפין לא איפשר בנק ישראל ליבוא ההון להתבטא במלואו בהפחתת שער החליפין, ובכך גם צמצם את ההשפעה הנובעת מהפחתה כזאת על רווחיות המגזר הסחיר, ובמיוחד היצוא. כדי להבטיח ששער החליפין לא יירד לרמה נמוכה מדי, רכש בנק ישראל מהציבור מטבע חוץ בהיקף גדול. כך נשמרו פערים גבוהים בין הריבית המקומית לעלות הצפויה של יבוא ההון מחו"ל, ואלה עודדו המשך של יבוא הון למשק בממדים חסרי תקדים.

ניתן להעריך שב־1995 הסתכמו יבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא פיננסי ומשיכת האשראי שלו מהבנקים הישראליים במטבע חוץ בכ־10.5 מיליארדי דולרים, או בכ־12 אחוזים מהתוצר. (ראה לוחות ז'2 ו'15). יבוא הון זה כלל גם יבוא הון לטווח ארוך, שהונע במידה רבה על ידי תהליך השלום ושיפור תפקודו של המשק, ולא על ידי הפרשי ריבית. אולם נראה כי עיקר יבוא ההון בא בתגובה לשינויים בתשואות הצפויות על נכסים והתחייבויות במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, שינויים שחלקם ביטא תיקון

לוח ז' - 1

אינדקטורים עיקריים לשוקי הכספים וההון: 1, 2, 3
מיצרפים, נכסים כספיים, אשראי ורכוש, 1993 עד 1995

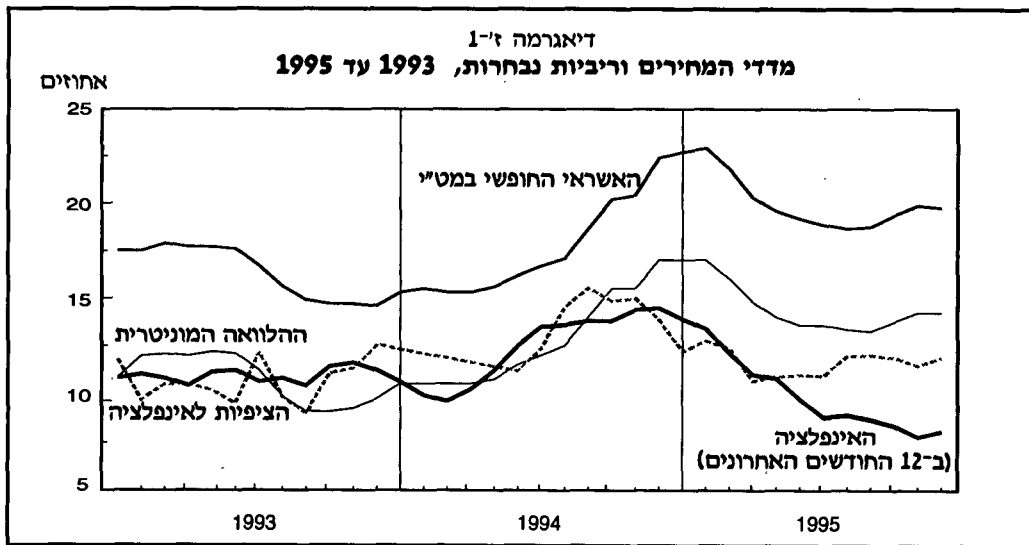
שיעורי השינוי הנומנלי במשך התקופה			היתרות בסוף 1995	
1995	1994	1993	מיליארדי ש"ח	אחוזי תוצר
(אחוזים)				
א. מיצרפים ונכסים כספיים לטווח קצר				
2.3	16.7	33.0	4	10
16.5	5.0	27.8	6	15
39.1	50.3	32.7	26	70
34.5	38.1	31.3	32	86
-2.3	13.6	-9.8	8	21
25.2	31.0	20.0	40	107
19.3	-6.1	14.7	11	29
19.2	-40.6	88.8	31	84
24.8	-14.4	55.3	84	225
ד. נכסים כספיים לטווח קצר וניירות ערך				
ה. נכסים כספיים לטווח ארוך				
13.2	11.6	7.3	6	16
8.8	17.6	10.9	22	58
3.0	5.5	15.7	40	106
16.9	20.6	22.5	36	97
9.3	12.9	16.1	104	277
15.8	-0.3	32.3	188	502
20.7	32.0	34.7	62	166
6.5	21.3	37.9	25	68
68.0	29.7	15.2	18	48
10.3	50.2	43.2	18	49
27.3	37.4	30.7	26	70
22.5	33.5	33.6	88	235
9.6	-18.0	31.6	93	249
14.5	17.7	19.5	281	751

- (1) סעיף א' - ממוצע חודש דצמבר, סעיפים ב'-ט' - בערכים לסוף תקופה.
(2) הגדרת ה"ציבור" בלוח זה אינה כוללת את הממשלה, את בנק ישראל ואת הבנקים המסחריים. לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים מחד גיסא ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך. יש לציין שהגדרת הציבור אינה זהה בכל חלקי הלוח ומשתנה לפי מקור הנתונים.
(3) בסעיף א' הנתונים המוצגים כוללים נכסים לזמן קצר שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים.
(4) נתון זה נגזר כהפרש בין סך הנכסים ובין סך ההתחייבויות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי.
המקור: לוחות: ז'-3, ז'-9, ז'-10, ז'-15, ז'-8 ב' דוח זה וחישובי בנק ישראל.

לריביות השקליות הנמוכות ב־1993, וחלקם – עלייה חריפה של הריביות כחלק מהמאמץ האנטי־אינפלציוני.

להתפתחויות האמורות בריביות היו השלכות חשובות גם על הרכב הפעילות בשוקי הכספים וההון: גידול מהיר של הפיקדונות הבלתי צמודים ושל האשראי במטבע חוץ, ירידה ריאלית של הנכסים הנקובים במטבע חוץ ושל האשראי השקלי הבלתי צמוד, העלאת התשואות הנדרשות בשוק ניירות הערך ובמכשירי החיסכון לטווח ארוך ושינוי הרכב המימון של גירעון הסקטור הציבורי.

במשך השנה ניכרה נטייה להתייצבות קצב ההתרחבות הכולל של חלק מהמיצרפים הרגישים פחות להפרשים בין הריבית השקלית ובין הריבית על נכסים או על אשראי במטבע חוץ, לאחר תנודות ניכרות בשנתיים הקודמות (לוח ז'־1). אמצעי התשלום, M1, הנחשבים כאינדיקטור טוב יחסית לעוצמת הלחצים האינפלציוניים הנובעים מההתרחבות המוניטרית, עלו במשך שנת 1995 ב־16.5 אחוזים, שיעור דומה לזה של גידול התוצר הנומינלי, לאחר עלייה איטית ב־1994. סך כל תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור גדל בשיעור דומה לזה של אמצעי התשלום, לאחר גידול מהיר ב־1993 וירידה ריאלית ב־1994. לעומת זאת המשיכו לגדול במהירות המיצרפים M2 ו־M3, שבהם רב משקלם של נכסים בלתי צמודים בשקלים, שהביקוש להם גאה. בהרכב מיצרפים אלה בלט גידול משקל המק"ם והפז"ק, תוך התארכות הטווחים לפדיון.



100

איגרות החוב הסחירות והמניות המוזקות ישירות בידי הציבור או באמצעות קרנות נאמנות, עלו בשיעורים של כ־20 אחוזים, לאחר ירידות ב־1994. הנכסים הפיננסיים שמחזיק הציבור לטווח ארוך עלו ב־9 אחוזים, ומשקלם בתיק הנכסים של הציבור פחת. בהרכבם בלטו שחיקה ריאלית של יתרת קופות הגמל ועלייה של קרנות הפנסיה בשיעור דומה לזה של התוצר. שינויים אלה משקפים את אכזבתו של הציבור מביצועי קופות הגמל ואת כוח המשיכה של קופות הפנסיה, שתשואתן גבוהה, יציבה ומובטחת. היקפם הריאלי של תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים נשאר קבוע, תוך עלייה ברכיב הצמוד למדד על חשבון התכניות הצמודות למטבע חוץ.

ב־1995 הגדילה הממשלה את הנפקת איגרות החוב הסחירות שלה למימון גירעונה ולהחלפת איגרות

חוב מיועדות שלא חודשו. גדלה במיוחד הנפקת איגרות חוב בלתי צמודות בעלות ריבית משתנה. שערי איגרות החוב הצמודות ירדו במקצת ריאלי, לאחר ירידה ניכרת ב־1994, ותשואתן הריאלית לפדיון עלתה מ־3 ל־4 אחוזים.

למרות ההתאוששות בשוק המניות במהלך השנה, המשיך גיוס ההון הפרטי באמצעות מניות לרדת בתלילות, והוא הגיע לשיעור הנמוך ביותר מאז 1988 – 0.6 אחוז תוצר, לעומת 4.5 אחוזים ב־1993. גיוס ההון הקונצרני באמצעות איגרות חוב היה שלילי נטו, כך ששוק ההון הסחיר לא תרם השנה למימון ההשקעה במגזר העסקי.

השנה הואט שיעור הגידול של האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית ומהבנקים למשכנתאות. אף כי הוא נשאר גבוה משיעור גידולו של התוצר. במערכת הבנקאות המסחרית בלטו עלייה גדולה, 68 אחוזים, של האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ וירידה ריאלי קלה של האשראי הלא־צמוד. הרכוש נטו של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי עלה ב־1995 בשיעור דומה לזה של התוצר, תוך המשך הגידול המהיר יותר של הרכוש הפיסי, וירידה ריאלי קלה של הרכוש הפיננסי נטו (הנכסים הפיננסיים של הציבור בניכוי התחייבויותיו הפיננסיות). יש לציין שמאז 1990 מפגר גידול הרכוש הפיננסי אחר גידול הנכסים הפיסיים והתוצר, דבר שמצא ביטוי גם בירידת משקלו של החיסכון הפיננסי הנקי בתוצר מ־8 ל־7 אחוזים ב־1989 לכאחוז אחד בשנתיים האחרונות. נראה שהרקע להתפתחות רב־שנתית זו הוא הצירוף של גידול צורכי הדיור מאז תחילת גל העלייה והגדלת האטרקטיביות של ההשקעה בענפי המשק.

* * *

התנודות הגדולות בהתפתחויות בשוקי הכספים וההון בשלוש השנים האחרונות באו לאחר מספר שנים של התרחבות מהירה והעמקה של שווקים אלה. בין 1986 ל־1993 גדלו מיצרפי הכסף והאשראי למיניהם בממוצע בשיעורים גבוהים מאלה של התוצר, תוך תהליך מתמיד של ירידת ריביות וצמצום פערים בין הריביות הרביטוריות לקרדיטוריות. הגידול המהיר של הנכסים הכספיים והאשראי שיקף במידה רבה התרחבות של הביקושים הפיננסיים, על רקע הגברת היציבות במשק ותהליכי הרפורמה בשוקי הכספים וההון, ולא הביא להאצת האינפלציה. זו אף ירדה ממוצע של 18 אחוזים בשנים 1986–91 לתחום של 10–12 אחוזים ב־1992 ו־1993.

במחצית השנייה של 1993 הייתה התרחבות מהירה במיוחד של מיצרפי הכסף והאשראי ושל הפעילות בשוק ההון. אף שהתרחבות זו הייתה קשורה בחלקה לתהליך השלום, היא שיקפה גם הרחבת היצע שמעבר להרחבת הביקוש, והתבטאה בצבירת נזילות יתירה וברמה נמוכה של שיעורי ריבית. התרחבות זו לחצה על המחירים ותרמה – יחד עם התפתחויות ענפיות בלתי נוחות ומדיניות ממשלתית מרחיבה בתחום השכר – להחריגה הבולטת של שיעור עליית המחירים ב־1994 מיעד האינפלציה שנקבע לאותה שנה. הממשלה לא נטלה על עצמה בשנים 1994 ו־1995 תפקיד מוביל בריסון ההתפתחויות האינפלציוניות, וכאמור היא אף סיגלה מדיניות מקרו־כלכלית מרחיבה יותר מאשר בשנים הקודמות. (ראה פרק ה'). בתנאים אלה פעל בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה, והמדיניות המוניטרית נשאה בחלק גדול של נטל הריסון. העמדה האנטי־אינפלציונית התקופה שנקט בנק ישראל באה על רקע צמצום לחץ האבטלה מאז 1993 והאימוץ הפורמלי של יעדי אינפלציה שקבעו הממשלה ובנק ישראל מאז שנת 1992. אימוץ יעדים

1 עם זאת תרמה מדיניותה המקרו־כלכלית של הממשלה בתחום הבנייה להאטת עלייתם של מחירי הדיור ב־1995 על ידי הגדלת היצע הקרקעות לבנייה.

לוח ז'-2

אינדיקטורים עיקריים לשוקי הכספים וההון:
שינויי מחירים, שיעורי תשואה וזרמי כספים, 1993 עד 1995

1995	1994	1993	
(אחוזים)			
			א. שיעורי תשואה ושינויי מחירים ¹
8.1	14.5	11.2	1. מדד המחירים לצרכן
13.3	11.6	9.7	2. תפ"ס - פח"ק
15.6	13.4	11.3	3. ההלוואה המוניטרית
20.1	17.4	16.4	4. האשראי הלא-צמוד במט"י
5.9	4.7	3.1	5. ריבית היורו דולר
3.1	1.8	10.1	6. שער השקל ביחס לדולר
4.1	2.9	2.8	7. תשואה ריאלית לפדיון על אג"ח ל-5 שנים
14.8	-38.5	40.9	8. התשואה בפועל על החזקת מניות
(אחוזי תוצר)			
			ב. מקורות ההרחבה של בסיס הנכסים הכספיים שבידי הציבור
4.0	2.4	4.9	1. צורכי המימון של הסקטור הציבורי ²
-6.6	-2.2	1.9	2. ההרחבה הנובעת מפעולות בנק ישראל ³
-2.6	0.3	6.8	3. סך כל צורכי המימון של הסקטור הציבורי וההרחבה הנובעת מבנק ישראל (1+2)
			4. מכירות מט"ח לבנק ישראל - הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
7.1	0.5	-2.5	מזה: יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁴
12.1	4.3	0.2	5. סך כל מקורות ההרחבה: (3+4)=(6+7+8)
4.4	0.8	4.4	הרכב ההרחבה
-0.3	0.9	1.0	6. השינוי בבסיס הכסף
1.8	-0.3	-0.1	7. השינוי בבסיס המק"ם
2.9	0.2	3.5	8. גיוס הון על ידי אג"ח, הפקדות ומכירת נכסים
-0.6	-0.9	-0.5	גיוס הון על ידי אג"ח פרטיות
0.6	2.2	4.5	גיוס הון על ידי מניות
20.7	20.4	22.6	החיסכון הפרטי הגולמי
0.9	0.8	3.6	החיסכון הפיננסי הגולמי הנגזר ⁵

(1) שיעורי שינוי נומינליים שקלליים. פרט לריבית היורו, המבוטאת במונחי דולרים, ולתשואה לפדיון של אג"ח.

(2) סך הגידעון המקומי של הממשלה והסוכנות ומתן אשראי נטו ע"י הממשלה.

(3) בניכוי המק"ם.

(4) מכירות מט"ח לבנק ישראל בניכוי החשבון השוטף של הסקטור הפרטי.

(5) החיסכון הפרטי הגולמי בניכוי ההשקעה הפרטית המקומית הגולמית.

המקור: לוחות: ב'-12, א', ו'-15, ז'-4, ז'-5, ז'-7, ז'-8, ז'-ג'-7 והישובי בנק ישראל.

אלה יצר מצב שבו חריגה מיעד האינפלציה השנתי פוגעת באמינותה של המדיניות, ומגבירה את החשש מסטייה אינפלציונית מתמשכת.

בשנים 1994-95 עשה בנק ישראל שימוש רב בשיעור הריבית, ובהשפעתו על קצב גידול אמצעי התשלום ושער החליפין, כאמצעי מרכזי להשפעה ישירה על המחירים, לאחר שבשנות השמונים האחרונות ובראשית שנות התשעים נטה הבנק להעלות את הריבית בעיקר כשהדבר נדרש לשם הגנה על שער החליפין מפני תנועות הון ספקולטיביות.

המעבר להכרזת יעדי אינפלציה והגדלת משקלה של הריבית צמצמו את תפקידו של שער החליפין בניהול המדיניות המוניטרית. אמנם הוא המשיך לשמש חוליה מרכזית במנגנון התמסורת מהמדיניות למחירים, אולם פחתה חשיבותו היחסית כסמן ליעד התפתחות המחירים הכללית. במקביל גדל המשקל שיוחס לאומדן הציפיות האינפלציוניות הנגזר משוק ההון בהחלטות על המדיניות המוניטרית. ביטוי נוסף לשינוי דגשים זה ניתן בהחלטה להרחיב את רצועת הנידור של שער החליפין מ-10 ל-14 אחוזים ובהגדלת תחום הסטייה של שער החליפין ממרכז רצועת הנידור במחציתה השנייה של השנה.

למרות שינוי דגש זה נמשכה מחויבות לרצועת שער החליפין כאמצעי חשוב להשפעה על תוואי התפתחות המחירים, וכאמצעי למיתון התנודתיות של שער החליפין הריאלי. על רקע זה התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, ומנע ירידה של שער החליפין. ירידה כזאת היתה מסייעת למאבק באינפלציה, מגדילה את שיעור הפיחות הצפוי בעתיד, ובכך מצמצמת את התמריץ ליבוא הון לטווח קצר למשק. עם זאת פעל בנק ישראל בשוק מטבע חוץ מתוך מטרה למנוע מצב, שבו צירוף של בלימת שער החליפין וקשיחות בתחום השכר והמחירים המקומיים יפגעו במידה משמעותית ברווחיות המגזר הסחיר, כמו כן פעל הבנק למניעת ירידתו של השער לגבול התחתון של רצועת הנידור, במגמה להבליט את מחויבותו לשמירת רצועה זו. בהתערבותו מנע בנק ישראל את מיצוי מלוא ההשפעה הפוטנציאלית של הריבית על שער החליפין, וכך נמשך לאורך השנה התמריץ ליבוא הון פרטי בהיקף רחב.

בהפעלת המדיניות המוניטרית ב-1995 באה לידי ביטוי החשיבות של פיתוח כלי המדיניות המוניטרית. את עיקר פעילות הספיגה שנדרשה לקיוזן ההשפעה המרחיבה של יבוא הון ביצע בנק ישראל על ידי צמצום ההלוואה המוניטרית, שגדלה בשנים 1991 עד 1993, ועל ידי מכירת מק"ם לציבור. משהגיעה ההלוואה המוניטרית לרמה נמוכה, ומוצתה מכסת מכירת המק"ם המותרת לו, החל הבנק בספיגה באמצעות עסקות החלף (swap) במטבע חוץ. אין ספק שהגברת הפתיחות הפנימית והחיצונית של שוקי הכספים וההון מחייבת הגדלה של מיגוון הכלים העומדים לרשות הבנק ושל חופש הפעולה בהפעלתם, ובפרט הרחבת אפשרויות הקנייה והמכירה של ניירות ערך בשוק הפתוח, כמקובל בעולם.

מהלך המדיניות האנטי-אינפלציוני שנקט בנק ישראל באמצע 1994 טרם נסתיים, וקשה להעריכו באופן מלא בשלב זה. עם זאת ניתן לערוך מאזן ביניים של השפעת המדיניות על האינפלציה ושל תוצאותיה הנלוות במספר תחומים נוספים. מאזן זה מלמד שהמשק לא שילם מחיר ריאלי משמעותי עבור השגת מטרת המדיניות המוניטרית ב-1995, אולם הוא מצביע גם על הצטברות של בעיות מחייבות לשנות את תמהיל המדיניות הכלכלית, ובפרט – להפעיל מדיניות פיסקלית מרסנת יותר מזו שננקטה בשנתיים האחרונות.

– אין ספק שהמדיניות המוניטרית נחלה הצלחה בתחום האינפלציה בשנת 1995 וצברה אמינות שתוכל לסייע בהמשך הפחתת האינפלציה בעתיד. אמנם חלק ניכר מן הירידה של שיעור עליית המחירים בין 1994 ל-1995 נזקף לגורמים סקטוריאליים כהגדלת ההיצע של מוצרי חקלאות והגברת השינוק של קרקעות לבנייה, ובניכוי גורמים אלה ירדה האינפלציה במעט; אולם גם למדיניות המוניטרית היה תפקיד סגולי חשוב בהחזרת האינפלציה למסלול נמוך. זאת בעיקר בשכנועה את הציבור כי היא

מעמידה את נושא האינפלציה בראש סדר העדיפויות שלה וכי היא לא תשלים עם חריגה מיעד האינפלציה. בדרך זו מנעה המדיניות המוניטרית גלגול של עליות המחירים החריגות של 1994 אל יתר חלקי המשק ומעבר לאינפלציה גבוהה יותר. מלבד הישג חשוב זה פעלה המדיניות המוניטרית גם באורח ישיר יותר על המחירים, דרך השפעתה על הביקושים במשק (במיוחד במגזר הדיור) ועל שער החליפין הנומינלי.

– הריבית הריאלית על סך האשראי הבלתי צמוד במטבע ישראלי הגיעה בממוצע לכ"ו אחוזים (בניכוי מדר המחירים לצרכן), והריבית על סך האשראי הבנקאי (כולל האשראי הצמוד למטבע חוץ ולמדר) הגיעה לכ"ד אחוזים, כ"ד אחוזים יותר מאשר בחו"ל². עם זאת יש להדגיש שהפעלת המדיניות המוניטרית המרסנת בשנים 1994 ו-1995 לא הייתה כרוכה במחיר של אבדן תוצר ואבטלה, תופעה הידועה בעולם כ"יחס ההקרבה" (sacrifice ratio); להפך, בתקופה זו נהנה המשק מצמיחה מהירה ומירידה מרשימה של שיעור האבטלה. כמו כן לא מנעה עליית הריבית לטווח ארוך המשך גידול מהיר של ההשקעות במשק, ולמעשה נראה שעליית הריבית עצמה נבעה בחלקה מן הביקוש הרב להשקעות. החשבון השוטף של מאזן התשלומים הורע ב-1995, אך בסך הכול לא ברור אם למדיניות המוניטרית הייתה השפעה של ממש על חשבון זה ועל שער החליפין הריאלי בשנה זו. מצד אחד היא פעלה לצמצום הביקושים המקומיים, ובכך לצמצום עודף היבוא ולפחות ריאלי, ומהצד האחר הביאה להאטת שיעור הפיחות הנומינלי, ובשל הקשיחות הקיימות במשק, היה בכך כדי ללחוץ לייסוף ריאלי ולפגיעה במגזר הסחיר. הייסוף הריאלי הלא גדול שהתרחש השנה, על רקע רמת פעילות גבוהה, מעיד, שהשפעה זו לא יכלה להיות משמעותית; עם זאת לקראת סוף השנה הוחרף הייסוף הריאלי.

– מדיניות מוניטרית מרסנת נוטה להקשות על מימון הסקטור הציבורי, משום שהיא מייקרת את עלות גיוס החוב שלו, ובתנאים מסוימים פועלת להקטנת מס האינפלציה. נראה שבשלב הראשון הביאה המדיניות המוניטרית המרסנת דווקא לגידול ההכנסות של בנק ישראל, בשל עליית ההכנסות מההלוואה המוניטרית, אולם בשלבים מאוחרים יותר הצטמצמה ההלוואה, וגדל היקף הנכסים שעליהם משלמים האוצר ובנק ישראל את הריבית הגבוהה יותר.

– המשק הישראלי נחשף בשנת 1995 לתנועות הון גדולות, ולשינויים גדולים במבנה התיקים הפיננסיים. שינויים אלה נבעו בחלקם מגורמים מתמידים, כתהליך השלום, הגברת האינטגרציה של המשק הישראלי במשק העולמי ותיקון ההטיות שנבעו משיעורי הריבית הנמוכים ששררו ב-1993; אולם חלק גדול של תנועות ההון הונע על ידי גידול הפערים שבין שיעורי התשואה הצפויים על נכסים והתחייבויות במטבע ישראלי ובמטבע חוץ מעבר לרמת שיווי המשקל המתמדת שלהם.

מצב זה ומאזן המדיניות המוניטרית בתחומים אחרים מצביים בפני המדיניות הכלכלית אתגר – עיצוב מדיניות מאוזנת כוללת, שתאפשר בעת ובעונה אחת התמודדות עם בעיית מאזן התשלומים, המשך הצמיחה המהירה והורדת שיעור האינפלציה, תוך הימנעות מזעזועים פיננסיים ומעלויות אחרות של המדיניות. במרכז של מדיניות זו צריכה לעמוד מדיניות פיסקלית מרסנת, שתיטול על עצמה את עיקר נטל האיוון המקרו-כלכלי ותגביר את האמינות הכוללת של המדיניות הכלכלית.

² הריבית על האשראי היא הריבית הרלוונטית יותר להחלטות המגזר היצרני. הריבית הריאלית על הפיקדונות ועל המק"ם, שהיא הרלוונטית יותר למגזר הצרכני, הייתה נמוכה יותר (כ"ד.75 אחוזים בממוצע), ובסוף השנה כבר ירדה לרמה דומה לזו שבחור"ל. הערכת הריבית הריאלית שהייתה צפויה באמצעות אינדיקטור לציפיות אינפלציוניות הנגזר משוק ההון (וכולל פרמיית סיכון) מצביעה על ריביות ריאליות נמוכות יותר בממוצע שנת, אך זהות בסוף השנה. (ראה לוח עזר בסעיף "ההתפתחות המוניטרית ב-1995" בהמשך פרק זה).

מדיניות כזאת תסייע בהורדת האינפלציה, ותאפשר ירידה הדרגתית של הריבית וצמצום פערי התשואות בין נכסים והתחייבויות במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. ברור כי ללא צעדים מתקנים בתחום הפיסקלי יש חשש להגברת ההזדקקות לאשראי מחו"ל, שתצמצם את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית, וכן ליציאת הון מהירה ובלתי מבוקרת, שעלולה לגרום נזקים למשק.

תיבה ז'-1: שוקי הכספים וההון

המונח "שוקי הכספים וההון" מתייחס למערכת ההחזקה והמסחר בנכסים כספיים ובהתחייבויות כספיות – כפיקדונות בנקאיים, אשראים ומשכנתאות, איגרות חוב ומניות, קרנות נאמנות, זכויות בקופות גמל, קרנות פנסיה וכדומה. הנכסים וההתחייבויות למיניהם ("ה'תביעות'") מונפקים בידי "מתווכים פיננסיים" כבנקים ומוסדות שוק ההון (כגון קופות גמל), פירמות לא פיננסיות, הממשלה, בנק ישראל וגורמים זרים, והם מוחזקים בידיהם ובידי משקי הבית.

שוקי הכספים וההון ממלאים תפקיד תיווך חיוני במשק המודרני, ובכך תורמים תרומה חשובה ליעילות הפעילות הכלכלית: הם מאפשרים למשפחות (משקי הבית) להחזיק את רכושן במכלול צורות נוחות – תוך בחירת צירופים שונים של מידת הנוזילות, הסיכון והתשואה הצפויים ותוך חיסכון בהוצאות הניהול של נכסים פיסיים; הם מקלים על העברת כוח קנייה על פני זמן, ובכך – על הפרדת עיתוי הצריכה וההשקעה מעיתוי ההכנסה, מאפשרים העברת מקורות בין חוסכים ובין משקיעים ללא צורך במעורבות אישית, מספקים מנגנוני פיקוח ובקרה למשקיעים, ומסייעים לניהול העסקי השוטף ולביצוע עסקאות כלכליות בתוך המשק ומחוצה לו.

שוקי הכספים וההון בישראל התאפיינו בעבר במעורבות רבה של הממשלה ובנק ישראל – כמגייסים, מתווכים ומסדירים, במשקלם המרכזי של הקונצרנים הבנקאיים מצד אחד ושל בעלי העניין בחברות מהצד האחר, במידור (סגמנטציה) ניכר ובהבדלים בשיעורי הריבית על פעילויות שונות, בחולשה יחסית של הבורסה לניירות ערך, במשקל גבוה של ניירות הערך הממשלתיים הצמודים (בעיקר למדד), בנזילות מעטה יחסית ובתקופות פדיון ארוכות של התיקים הפיננסיים. בעקבות צמצום גירעון הממשלה, הפחתת האינפלציה ושורה שלמה של רפורמות פנימיות וחיצוניות, השתנו במידה זו או אחרת חלק גדול מהמאפיינים האמורים. בפרט, משקל הממשלה ובנק ישראל בתיווך הפיננסי צומצום מאוד, וגברו מידת האינטגרציה בין המגזרים השונים של השוק המקומי והקשר עם שוקי הכספים בעולם.

ההבחנה בין שוקי הכספים וההון אינה חד־חד³. בדרך כלל מקובל ששוקי הכספים עוסקים בנכסים ובהתחייבויות לטווח קצר, המונפקים בידי הבנק המרכזי (בנק ישראל) והבנקים המסחריים, בעוד ששוקי ההון עוסקים בניירות ערך סחירים, כאיגרות חוב ומניות, ובמכשירי מימון וחיסכון לטווח ארוך.

לוחות ז'-1 וז'-2 מציגים אינדיקטורים עיקריים להתפתחויות בשוקי הכספים וההון – יתרות נכסים, אשראי ורכוש, שיעורי ריבית ותשואה וזרמים כספיים.

³ יש לשים לב שהמונח "שוקי ההון" מתייחס להון במשמעותו הפיננסית, ולא במשמעותו הפיזית (נכסי ייצור). באופן דומה יש להבחין בין "השקעה" פיננסית להשקעה פיזית.

בשנת 1995 נמשך תהליך ההסדרה של המסגרת המוסדית שבה פועלים שוקי הכספים וההון. בין היתר נחקקו חוק לייצוץ בתחום ניירות הערך, וגדון חוק קופות הגמל, לאחר שב־1994 תוקן חוק קרנות הנאמנות. מטרותיה המוצהרות של חקיקה זו הן להסדיר את תפקודם של הגופים האמורים, לעודד תחרות ולמנוע ניגודי אינטרסים.

משמעות רבה במיוחד הייתה להחלטות שקיבלה הממשלה בנושא קרנות הפנסיה. הממשלה החליטה, בין היתר, על המשך הנפקות של איגרות חוב מיועדות בשיעורי ריבית גבוהים, ככיסוי לקרנות הפנסיה הוותיקות וככיסוי חלקי (בתנאים פחות טובים) לקרנות חדשות. סבסוד החיסכון הפנסיוני עשוי לפעול במידה מסוימת להגדלת שיעור החיסכון הפרטי, אולם הגדלת הסבסוד עלולה להעיק במידה רבה על התקציב בעתיד. כמו כן יש להסתייג מהמשך ההישענות על איגרות חוב מיועדות, העומדת בסתירה למגמות הרפורמה וההתייעלות של שוק ההון.

לקראת סוף השנה הוגשו המלצות "ועדת ברודט", שהציעה הגבלות שונות על ההחזקות הריאליות של תאגידים בנקאיים. המלצות אלה תחייבנה חלק מהתאגידים הננקאיים לצמצם את החזקותיהם הריאליות. היקף ההפרטה היה ב־1995 נמוך יחסית. זוהי תוצאה של מספר גורמים, וביניהם הרצון להסדיר את תנאי הפעילות של חברות שונות לפני הפרטתן, חשש מתקבולים נמוכים מדי בתנאי השוק הקיימים והרצון להבטיח לחברות גרעיני שליטה נאותים. עם זאת יש לזכור, שערכים בתהליך ההפרטה יוצרים אי ודאות, הפוגעת בניהול השוטף ועלולה להרתיע משקיעים פוטנציאליים, מקומיים וזרים. במשך השנה הכריזה הממשלה על כוונה לחלק לציבור אופציות לרכישת מניות בחברות ממשלתיות (vouchers). אופציות כאלה עשויות להביא לזירוז תהליך ההפרטה, במחיר של ויתור חלקי על צמצום החוב הציבורי באמצעותו.

2. שוק הכספים

א. המדיניות המוניטרית ב־1995

המדיניות המוניטרית ראתה בשנתיים האחרונות את השגת יעד האינפלציה כמטרתה העיקרית, וזאת על רקע חריגת מדד המחירים לצרכן מיעדו ב־1993 ובמיוחד ב־1994, המשך ההתרחבות המואצת של הפעילות וירידת שיעורי האבטלה. במדיניות הנוכחית יש משום שינוי דגשים לעומת השנים שקדמו לה, מאז תחילת גל העלייה, אשר בהן, על רקע האבטלה הגבוהה, התרכזה המדיניות המוניטרית במידה רבה בתמיכה בפעילות. בפעולותיו בשנתיים האחרונות ייחס בנק ישראל משקל רב להערכת סביבת האינפלציה באמצעות מספר רב של אינדיקטורים, אשר העיקריים שבהם הם עליות המחירים בפועל; אומדן הציפיות לאינפלציה, כפי שהוא נגזר משוק ההון, כמות הכסף, וכן רמת הפעילות במשק, תוך דגש על עוצמת הביקושים במשק ביחס להתפתחות ההיצע. יש לציין במיוחד את עליית חשיבותן של הציפיות לאינפלציה, הן כאינדיקטור ללחצי מחירים והן כמשתנה ביניים שהמדיניות שואפת להשפיע עליו. בהערכת הציפיות לאינפלציה מושם דגש רב על אומדן הציפיות הנגזר משוק ההון, ועל השינויים השוטפים בו.⁴

כלי המדיניות העיקרי להשגת יעד האינפלציה היה הריבית בהלוואה המוניטרית של בנק ישראל,

⁴ אומדן זה מכיל בין השאר פרמיית סיכון משתנה. הסבר לחישוב האומדן ראה בפרק המחירים.

לו ח ז' - 3

שיעורי השינוי במיצרפים נבחרים של נכסים פיננסיים ואשראי, 1993 עד 1995
(אחוזים, במונחים שנתיים)

מִיצְרַי הָאִשְׂרָאִי			מִיצְרַי הַנִּכְסִים					
סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי במט"ח	סך כל האשראי החופשי במט"י	M3	M2	M2*	M1	בסיס הכסף ¹	
השינוי ביתרה לסוף התקופה								
35	6	40	20	31	37	28	33	1993
32	24	33	31	38	37	5	17	1994
22	118	11	25	34	31	16	2	1995
38	10	42	44	71	75	36	27	I 1994
33	39	32	20	21	19	-20	5	II
27	14	28	41	48	48	44	32	III
31	33	30	20	18	12	-22	5	IV
27	290	9	17	43	36	2	14	I 1995
22	100	11	27	38	33	27	16	II
20	60	13	32	37	34	58	39	III
20	82	10	25	21	21	-10	16	IV
השינוי ביתרה הממוצעת								
45	9	52	25	38	44	24	31	1993
28	13	30	26	33	34	21	25	1994
26	87	19	25	35	31	8	-1	1995
-2	4	-3	-20	-30	-33	28	-6	I 1994
32	29	32	27	37	38	-10	19	II
28	18	30	38	42	42	36	29	III
30	34	30	18	17	13	-18	8	IV
28	162	16	23	46	39	1	-48	I 1995
26	166	11	24	36	32	21	25	II
18	58	12	33	41	36	47	34	III
20	80	10	24	22	21	0	20	IV

M1: מזומנים ופיקדונות עו"ש.

$M2^* : M2$ ללא מק"ם.

M3: M2 ועוד פיקדונות במט"ח וצמודים לו לזמן קצר ובינוני.

(פת"ם, פצ"ם, פמ"ח ופיקדונות לא-תושב של תושבים מקומיים)

(1) בסיס הכסף: שיעורי חובת הניזילות ירדו בסוף חודש דצמבר 1994. השינוי בבסיס הכסף הנובע מכך מוערך בידידות חד-פעמית של כ-1.8 מיליארד ש"ח ביום שינוי הדרישה. משיעור השינוי בבסיס הכסף במהלך הרביע הראשון של 1995 נכתה השפעת השינוי בדרישות הניזילות, ואילו בממוצע תקופתי ובנתון השנתי לא נוכתה השפעה זו.

לוח ז'-4
שיעורי הריבית האפקטיבית על סוגים שונים של אשראי
ושל נכסי הציבור, 1992 עד 1995
(אחוזים, במונחים שנתיים)

האשראי לציבור לטווח קצר					נכסי הציבור				
האשראי לזמן קצוב במט"י	סך האשראי במטבע ישראלי ¹	יורד- דולר לשלושה חודשים ²	העלות הממוצעת בהלוואה המוניטרית	תפ"ס/ פח"ק ³	התשואה לפדיון על מק"ם לחודש	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ממשלתיות	פער הריביות במגזר השקלי ⁵	10 שנים ⁴	5 שנים ⁴
א. הריבית הנומינלית									
22.0	17.6	19.9	11.9	10.3	12.2		11.7		
18.1	15.0	16.4	11.3	9.7	11.4		8.4		
19.8	15.6	17.4	13.4	11.6	13.0		8.2		
22.4	18.4	20.1	15.6	13.3	15.4		9.2		
17.5	13.8	15.4	11.0	9.5	10.2		8.0		I 1994
17.9	14.1	15.7	11.5	10.0	11.2		7.9		II
20.0	15.8	17.5	13.7	11.8	13.4		8.2		III
23.8	19.0	21.0	17.3	15.0	17.1		8.9		IV
24.8	20.6	22.4	18.0	15.6	17.4		9.2		I 1995
21.8	18.0	19.7	15.1	12.8	15.2		9.0		II
21.1	17.0	18.8	14.1	12.0	14.0		9.1		II
22.1	17.9	19.7	15.0	12.7	15.1		9.3		IV
ב. ריבית הריאלית בדיעבד ⁶									
11.5	7.5	9.6	10.9	0.9	2.6	2.3	10.7	2.6	
6.2	3.3	4.6	2.1	-1.4	0.1		7.5	2.9	
4.7	1.0	2.5	-6.9	-2.5	-1.3		7.2	3.2	
13.3	9.5	11.1	1.0	4.8	6.8	4.1	8.5	4.3	
7.2	3.8	5.3	-5.6	1.4	0.6	2.7	7.3	2.9	I 1994
-1.4	-4.6	-3.3	-3.5	-8.0	-7.0	3.0	6.6	3.3	II
5.4	1.6	3.2	-10.8	-1.8	-0.4	2.6	7.2	3.2	III
7.7	3.5	5.2	-7.4	2.1	1.8	3.2	7.7	3.5	IV
23.6	19.4	21.2	-1.8	14.5	16.2	4.0	9.1	4.0	I 1995
11.5	7.9	9.5	-2.4	5.3	5.4	4.1	8.3	4.4	I
9.9	6.3	7.9	3.3	1.6	3.5	4.1	8.3	4.4	II
8.7	5.0	6.6	5.0	0.4	2.5	4.4	8.3	4.4	IV

- (1) ממוצע משוקלל לפי כמות האשראי בסוגים השונים (חח"ד וזמן קצוב)
- (2) הריבית הנומינלית היא במונחי דולרים. הריבית הריאלית מחושבת על סמך השינויים בשער החליפין של הדולר ובמדד המחירים לצרכן.
- (3) בהנחה של חידוש אחת לשלושה ימים, ללא פיקדונות "גמבו".
- (4) התשואה לפדיון ברוטו בשוק המשני. (ראה גם התשואה נטו בלוח ז'-14).
- (5) הפער בין ריבית החח"ד לריבית הפח"ק.
- (6) הריביות הריאליות בדיעבד מחושבות לפי הריביות הנומינליות בניכוי שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן לאותה תקופה.

שבאמצעותה הוא משפיע על הריבית במשק ועל קצב התפתחות המיצרפים המוניטריים, ובמיוחד אמצעי התשלום. העלאת הריבית משפיעה על המחירים במספר ערוצים מרכזיים, ובהם השפעתה הממתנת על התרחבות הביקושים, פעולתה להאטת קצב עליית שער החליפין והשפעתה על מחירי נכסים שונים, וביניהם הדיור. ערוץ מרכזי נוסף במנגנון התמסורת שדרכו המדיניות משפיעה על המחירים הוא ההשפעה הממתנת שיש לנחישות פעולתה להשגת יעד האינפלציה על הציפיות לאינפלציה.

בסוף 1993, על רקע התרחבות מהירה של מרבית המיצרפים המוניטריים ומיצרפי האשראי במחצית השנייה של שנת 1993, ועל רקע המשך ירידת האבטלה וההתרחבות המואצת של הפעילות, החל בנק ישראל במהלך של העלאת הריבית על ההלוואה המוניטרית. בשנת 1994 החריפה החריגה של עליית מדד המחירים לצרכן מיעדו, בהמשך לחריגה ב-1993, הציפיות לאינפלציה (כפי שהן נגזרות משוק ההון) (לוח ז'-5) עלו, והתרחבות האשראי נמשכה. גם הפעילות והביקושים המשיכו להתרחב בקצב מהיר. להתרחבות זו של הביקושים תרמו במידה רבה הסכמי השכר שנחתמו בסקטור הציבורי, אשר כללו העלאות שכר ניכרות. על רקע התפתחויות אלו המשיך בנק ישראל להעלות את הריבית על ההלוואה המוניטרית עד לרמה של 18.5 אחוזים (במונחים אפקטיביים) בדצמבר 1994, עליות שהסתכמו בכ-8 נקודות אחוז במהלך 1994 כולה.

הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ירדו ברביע האחרון של 1994 ובראשית 1995, וברביע הראשון של 1995 הייתה גם התמתנות רבה בעליות מדד המחירים. אמצעי התשלום עלו ברביע זה בשיעור זעיר בלבד, בהמשך להאטה החדה בעלייתם ב-1994. במאוס 1995, לאור התפתחויות חיוביות אלו בסביבת האינפלציה, החל בנק ישראל בסדרת הורדות ריבית עד אוגוסט 1995, בשיעור כולל של כ-4 נקודות אחוז. בהמשך השנה התייצב קצב עליות המחירים ברמה של כ-10 אחוזים, ואומדן הציפיות לאינפלציה ירד מעט. עם זאת הואצה ברביע השלישי עליית אמצעי התשלום, והציפיות לאינפלציה עלו מעט. בתגובה על התפתחויות אלו, וכן על רקע המשך הגידול המהיר של הפעילות, ירידת האבטלה והתרחבות האשראי, העלה בנק ישראל את הריבית בהלוואה המוניטרית בנקודות אחוז עד אוקטובר. בסוף דצמבר הוא שב והוריד את הריבית במחצית נקודת אחוז, בעיקר עקב בלימת עליית הציפיות לאינפלציה וירידה תלולה באמצעי התשלום.

כלי חשוב נוסף של המדיניות המוניטרית הוא רצועת שער החליפין. בעוד שרמת הריבית בהלוואה המוניטרית נקבעת אחת לחודש, שיפוע רצועת שער החליפין, הנגזר מיעד האינפלציה ומהאינפלציה העולמית, נקבע בשנים האחרונות – בידי הממשלה במשותף עם בנק ישראל – בתדירות של כאחת לשנה. לרצועת שער החליפין תפקיד חשוב בהשגת יעד האינפלציה, במיוחד בטווח הארוך. שער החליפין, ועמו התפתחות מחירי הסחר העולמי, קובעים במידה רבה את רמת המחירים בסקטור המוצרים הסחירים, ובכך משפיעים על רמת המחירים כולה. זאת ועוד, אם רצועת שער החליפין נתפסת כאמינה, ושיפועה מותאם ליעד האינפלציה, היא מחזקת את אמינותו של יעד האינפלציה. ב-1995 נקבע שיפוע הרצועה בשיעור של 6 אחוזים, בדומה ל-1994, תוך שינוי קל של שער האמצע. במחצית הראשונה של השנה פעל בנק ישראל לשמירת שער החליפין בתחום צר יותר מהרצועה המלאה. בתמיכתו בשער החליפין שאף הבנק לחזק את אמינות הרצועה, לקיים סביבה עסקית יציבה יותר, וכן לצמצם את הפגיעה בסקטור היצוא. העלאת הריבית השקלית הביאה להיווצרות פער תשואה לטובת השקל, ולכן התפתח עודף היצע ניכר של מטבע חוץ. שלחץ את שער החליפין כלפי מטה. ייתכן כי ייסוף היה מצמצם את פער התשואות ובכך מקטין את יבוא ההון. כדי למתן את לחצי הייסוף רכש בנק ישראל מטבע חוץ מהציבור. בסך הכול רכש בנק ישראל מהסקטור הפרטי הלא-פיננסי במחצית הראשונה של השנת 3.7 מיליארדי דולרים.

ביוני הרחיב בנק ישראל את רצועת שער החליפין הרשמית מ-5 אחוזים ל-7 אחוזים מעל ומתחת

לוח ז'-5

שערי חליפין ומחירים נבחרים, 1991 עד 1995

שיעור השינוי במונחים שנתיים						
מדד המחירים לצרכן	שער השקל ביחס לסל המטבעות	שער השקל ביחס לדולר	מחירי הדירות ¹	שיעור התשואה על המניות ²	התשואה הכולל על איגרות החוב	שיעור האומדן לאינפלציה הצפויה ^{3,4}
(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
בממוצע תקופתי						
1991	19.0	12.3	13.0	30.1	58.1	16.3
1992	11.9	10.2	7.9	10.0	56.1	10.2
1993	10.9	12.1	15.1	21.5	49.9	9.9
1994	12.3	7.8	6.4	27.9	-10.4	13.8
1995	10.0	4.6	0.0	15.2	-13.9	11.7
I 1994	9.0	3.6	6.0	46.9	-21.8	9.0
II	17.7	11.7	5.6	28.1	-61.5	9.1
III	14.8	11.3	1.3	20.6	-19.2	13.8
IV	15.5	1.2	-1.1	14.2	-25.4	14.6
I 1995	5.0	2.8	-2.7	13.1	-37.3	12.4
II	7.0	9.0	-2.3	9.2	45.5	10.8
III	8.0	-2.5	3.5	18.5	46.1	11.6
IV	12.4	5.2	6.8	17.0	-4.5	11.8
במהלך התקופה						
1991	18.0	11.6	13.7	62.7	17.3	
1992	9.4	14.9	16.9	91.9	17.6	
1993	11.2	8.0	10.1	40.9	9.0	
1994	14.5	5.4	1.8	-38.5	9.2	
1995	8.1	5.8	3.1	14.8	9.4	
I 1994	9.6	2.3	-0.1	-56.8	1.6	
II	19.6	17.1	10.5	-73.6	11.6	
III	13.9	4.6	-3.1	88.4	23.1	
IV	15.0	-1.7	0.5	-33.3	1.8	
I 1995	1.0	10.5	-6.5	-23.8	0.3	
II	9.3	3.3	0.7	62.4	6.6	
III	10.1	-2.9	7.5	28.7	11.3	
IV	12.3	13.0	11.6	9.2	20.2	

(1) מחירי הדירות בבעלות - על פי סקר הדירות של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה;

(2) עד אוקטובר 1991 אינו כולל את המניות הנקאיות שבהסדר.

(3) ממוצע בין אומדני הברוטו והנטו הנגזרים משוק ההון.

(4) לתקופה שבין דצמבר 1993 למאי 1994 אין נתונים, ולכן הנתון לשנת 1994 מתייחס רק למחצית השנייה של השנה.

לשער האמצע, ואפשר תגודות רבה יותר בשער החליפין. (ראה פרק ו'). בכך הרגיש בנק ישראל את מחויבותו לפעולה להשגת יעד האינפלציה באמצעות כלי הריבית, תוך ירידת משקלו של שער החליפין בעיצוב הציפיות לאינפלציה, אף כי תפקיד שער החליפין בהשפעה על המחירים עצמם נותר בעינו. הרחבת הרצועה נבעה מהשאיפה להגדיל את הגמישות בניהול המדיניות המוניטרית וקביעת שיעור הריבית, על רקע תהליך הליברליזציה בתנועות ההון וניידות ההון הגבוהה בעולם. כששער החליפין מנוהל ברצועה צרה, והמשק פתוח לתנועות הון, יש תחום ריביות, אשר חריגה ממנו יוצרת תנועות הון, הגדלות ככל שגדלה החריגה. הרחבת רצועת שער החליפין מאפשרת שינויים גדולים יותר בשערי החליפין, ולכן – שינויים גדולים יותר בתשואה הצפויה על מטבע החוץ. כמו כן הביאה הרחבת הרצועה לגידול החשיפה לסיכון, הגלומה בעסקות המרה ורכישה של מטבע חוץ. לכן פועלת הרחבה זו להרחבת תחום הריביות האמור, ומגדילה את גמישות השימוש בכלי הריבית בניהול המדיניות המוניטרית. למרות הרחבת הרצועה וייסוס שער הסל בעקבותיה, לא פסקו היצעי מטבע החוץ הניכרים של הסקטור הפרטי, ובמחצית השנייה של 1995 רכש בנק ישראל כ־2.4 מיליארדי דולרים.

בנק ישראל פעל במשך 1995 לעיקור מלא של המרות מטבע החוץ, כדי למנוע גידול של היצע הכסף וירידה של הריבית השקלית במשק מעבר ליעדי המדיניות. לצורך העיקור הקטין בנק ישראל את היצע ההלוואה המוניטרית לבנקים והגביר את מכירות המק"ם. לקראת אוגוסט ירדה ההלוואה המוניטרית לרמה נמוכה ביותר, ויתרת המק"ם התקרבה לתקרה המותרת, ולכן הנהיג בנק ישראל כלי מוניטרי חדש, ההחלף (swap). ההחלף הוא מכרז שבמסגרתו בנק מסחרי מפקיד פיקדון שקלי בבנק ישראל; בתמורה בנק ישראל נותן לבנק המסחרי הלוואה דולרית ללא ריבית, בסכום שקלי זהה (על פי שער חליפין שנקבע ביום ביצוע ההחלף). כמו כן מזכה בנק ישראל את הפיקדונות השקליים בריבית לא־צמודה, הנקבעת במכרז, שאמורה לשקף את הפער בין ריבית ההלוואה המוניטרית לריבית בפיקדונות בדולרים בחו"ל.

השנה החל בנק ישראל לרכוש איגרות חוב ממשלתיות מהציבור במסגרת מכרזים בהיקפים מוגבלים. פעילות בנק ישראל במסחר באיגרות חוב הממשלתיות מוגבלת על פי הסכם עם משרד האוצר, והדבר מקשה על עיקור המרות מטבע החוץ. כמו כן הוריד בנק ישראל בסוף 1994 את שיעורי הנזילות הנדרשים מהבנקים. הורדת שיעורי הנזילות הייתה שקולה, ביום הורדתם, להרחבה של בסיס הכסף בכ־1.8 מיליארדי ש"ח; בנק ישראל פעל לקיומו השפעה זו באמצעות הקטנת היצע ההלוואה המוניטרית, שחייבה הגברת הספיגה בכלים אחרים בהמשך השנה.

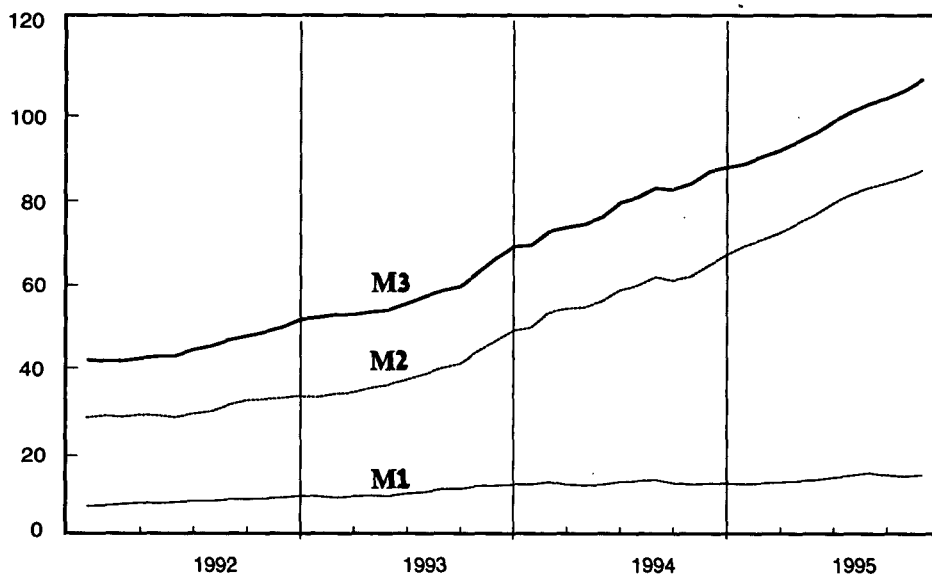
בניהול מדיניות הריבית ומדיניות שער החליפין בשנתיים האחרונות יש משום שינוי לעומת השנים מאז תחילת גל העלייה, שבהן נתפסה רצועת שער החליפין ככלי העיקרי להשגת יעד המחירים, ושימשה עוגן נומינלי להתפתחות המחירים; הריבית נקבעה ברמה שנועדה לתמוך בפעילות, תוך תיאום עם ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ, כדי למנוע פגיעה באמינות הרצועה. במקרים מסוימים, כשהתפתחו ציפיות לפיחות השער וגל של יצוא הון, הועלה שיעור הריבית כדי לתמוך בשער החליפין.

ב. ההתפתחויות המוניטריות ב־1995

לאחר העלאת הריבית על ההלוואה המוניטרית בכ־8 נקודות אחוז במהלך 1994, הוריד בנק ישראל, כאמור, את הריבית ב־3 נקודות אחוז (לוח ז'–ג' 4). עם זאת ניתן ללמוד מהתפתחות המיצרפים המוניטריים השונים, ומיבוא ההון הניכר, כי רמת הריבית נותרה גבוהה יחסית לתשואה במטבע חוץ. במשך השנה נרשמו המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי בסך של כ־6 מיליארדי דולרים (לוח ז'–6). המרות אלו, על רקע גידול הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי, מעידות על יבוא הון ניכר. חלק מיבוא הון זה אינו רגיש לפערי תשואות של הטוחח הקצר, אלא משקף השקעות ריאליות או הלוואות

**דיאגרמה ז'-2
המיצרים הכספיים, 1992 עד 1995**

מיליארדי ש"ח



לטווח ארוך, אך חלק הארי שלו נובע מהתפתחות פער תשואות (כולל רכיב הסיכון) בין שקלים למטבע חוץ ב-1994 וב-1995.

אמצעי התשלום עלו במהלך 1995 בקצב מתון של כ-16 אחוזים (לוח ז'-3), מעט יותר מהתוצר הנומינלי (לוח ז'-9), לאחר האטה חדה ב-1994. הפיקדונות השקליים התרחבו בקצב מהיר עקב תשואתם הגבוהה, יחסית לזו של נכסים צמודים למדר ונכסים במטבע חוץ. M2 – סך הנכסים השקליים הלא צמודים לזמן קצר – התרחב אף הוא בקצב מהיר, ב-34 אחוזים (לוח ז'-3), משום שעליית הפיקדונות השקליים הייתה דומיננטית ביחס לעלייה המתונה של אמצעי התשלום. הפיקדונות הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ ירדו בשיעור קל במהלך 1995, עקב תשואתם הנמוכה ביחס לתשואה השקלית, ו-M3 כולו עלה ב-25 אחוזים. קצב ההתרחבות של סך האשראי הבנקאי החופשי הואט, והוא גדל ב-22 אחוזים, לעומת 32 אחוזים ב-1994 (לוח ז'-3). עם זאת קצב ההתרחבות של האשראי הבנקאי עדיין גבוה ביחס לגידול התוצר הנומינלי. התרחבות האשראי לוותה בתהליך של הסתוו לכיוון האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ, שעלה במהלך 1995 ב-64 אחוזים – על חשבון האשראי השקלי, ובמיוחד האשראי הלא-צמוד, שעלה ב-7 אחוזים בלבד, ונותר יציב במונחים ריאליים (לוח ז'-9). האשראי מהנכסים למשכנתאות התרחב בקצב מהיר של 27 אחוזים, קצב הנמוך במעט מזה של אשתקד במונחים ריאליים (לוח ז'-9).

רמתה הממוצעת של הריבית בהלוואה המוניטרית ב-1995 הייתה 15.6 אחוזים, עלייה של כ-2 נקודות אחוז לעומת ממוצע 1994 וכ-4 נקודות אחוז לעומת 1993. במהלך 1995 ירדה הריבית מרמה של 18 אחוזים ברביע הראשון (ריבית אפקטיבית), ל-14-15 אחוזים בהמשך השנה. ריביות הזכות והחובה הלא צמודות נעו במקביל לריבית ההלוואה המוניטרית. ריבית הפח"ק הייתה נמוכה מריבית ההלוואה בכ-2 נקודות אחוז, והריבית בחח"ד ועו"ש ביתרות חובה הייתה גבוהה מריבית ההלוואה בכ-7 נקודות אחוז.

הפער בין ריבית הפח"ק לריבית בחח"ד ועו"ש ביתרות חובה עלה במוצע בנקודת אחוז ב־1995, לרמה של 9.2 נקודות אחוז (לוח ז'–4).

הריבית הריאלית הצפויה הגלומה בריביות השקליות הלא צמודות עלתה ב־1995 לעומת 1994, כתוצאה מעליית רמת הריבית הממוצעת והתמתנות אומדן הציפיות לאינפלציה משוק ההון. הריבית הריאלית בדיעבד עלתה בשיעור חדר יותר, עקב ההתמתנות הניכרת בעליית מדד המחירים לצרכן⁵. (ראה לוח הריביות הריאליות בטקסט ולוח ז'–4). מבחינת הלווה בסקטור העסקי יש משמעות לחישוב הריבית הריאלית בדיעבד גם באמצעות ניכוי הריבית הנומינלית במדד המחירים הסיטוניים. בלוח מוצגת הריבית הריאלית על פי שלוש דרכי החישוב האלה.

ריביות ריאליות במגזר השקלי הלא־צמוד, 1995

הריבית הנומינלית	המחירים לצרכן	בניכוי מדד המחירים		בניכוי הציפיות לאינפלציה על פי שוק ההון		בניכוי מדד המחירים הסיטוני	
		7-12/95	1-6/95	7-12/95	1-6/95	7-12/95	1-6/95
1. ההלוואה המוניטרית	14.6	10.9	3.1	4.4	2.6	3.8	7.0
2. התשואה לפדיון על מק"ם לחודש	14.6	10.7	3.0	4.2	2.6	3.6	6.9
3. פז"ק	13.2	9.5	1.7	3.0	1.3	2.4	5.6
4. האשראי השקלי הלא־צמוד	21.1	19.2	15.2	7.2	8.4	7.8	11.3

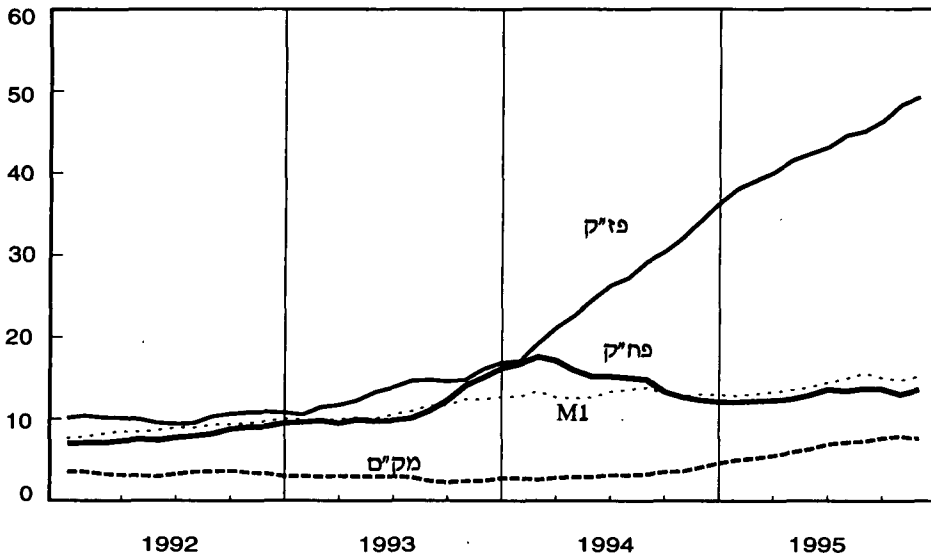
הריבית הריאלית הצפויה עמדה במחצית הראשונה של השנה על רמה של כ־4 נקודות אחוז בצד הזכות ו־8 נקודות אחוז בצד החובה, והתמתנה בכ־2 נקודות אחוז במחצית השנייה, עקב ירידת הריבית הנומינלית. הריבית הריאלית בדיעבד (המבוססת על מדד המחירים לצרכן) במחצית הראשונה של השנה הייתה גבוהה במיוחד, עקב ההאטה החריפה בעליית מדד המחירים לצרכן, וירדה ירידה תלולה במחצית השנייה. באשראי השקלי עמדה ריבית זו על יותר מ־15 אחוזים במחצית הראשונה, וירדה לכ־7 אחוזים בשנייה. במונחי מדד המחירים הסיטוניים נרשמה בריבית הריאלית דווקא עלייה בין המחציות, עקב התמתנות המחירים הסיטוניים במחצית זו. הריבית הריאלית הגלומה בהלוואה המוניטרית, שהתמתנה במחצית השנייה לכ־3 אחוזים (על פי עליית מדד המחירים בפועל) נותרה גבוהה בכ־3–4 נקודות אחוז מאשר ב־1993 ו־1994, אך דומה לרמתה ב־1992. בהשוואה בינלאומית נראה כי הרמה הריאלית הצפויה בריבית ההלוואה המוניטרית ובריביות הזכות הלא־צמודות דומה לאלה השוררות במדינות המפותחות. עם זאת, מאחר שהפער בין ריביות הזכות והחובה במשק הישראלי גבוה מאשר במדינות מפותחות אחרות, והריבית בהלוואה המוניטרית קרובה יותר לריביות הזכות, ריבית החובה הריאלית במשק גבוהה יחסית⁶.

⁵ הריבית הריאלית הצפויה היא זו שמשפיעה על ההחלטות הכלכליות, בעוד שהריבית בדיעבד משפיעה על הרווחיות בפועל.

⁶ פער הריביות במגזר השקלי גבוה מפער הריביות במט"ח בארץ ובחוץ לארץ, משתי סיבות עיקריות: תחרויות נמוכה במערכת הבנקאות המקומית במגזר השקלי, והבדלים מסוימים בסוגי האשראי עליהם מחושבת הריבית הממוצעת. בפרט באשראי השקלי כלול האשראי בחח"ד ועו"ש שהוא יעיל יותר מבחינת הלקוח מאשר האשראי ליזמן קצוב.

דיאגרמה ז'-3
רכיבי M2, 1992 עד 1995

מיליארדי ש"ח



(1) ברכיבי M2 לא נכלל הפיקדון האחר.

הריבית הריאלית לטווח ארוך, כפי שהיא משתקפת בתשואה-לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות צמודות, עלתה ב-1995 אף היא, ביותר מנקודת אחוז בממוצע, בהמשך לעליות מתונות יותר בשנים קודמות (לוח ז'-4). עליית הריבית נובעת בעיקר מעליית הביקוש להון במשק, עקב רמת ההשקעות הגבוהה יחסית לחיסכון הלאומי, ומהמדיניות המוניטרית המרסנת, אשר פעלה לעליית רמתה הממוצעת של הריבית הלא-צמודה לטווח קצר בשנתיים האחרונות. כמו כן יש בעלייתה של הריבית לטווח ארוך משום תיקון לרמתה הנמוכה יחסית בשנים הקודמות, והיא הביאה לסגירת פער שהיה בין מחיר ההון בחו"ל למחירו בארץ. הליברליזציה בשוקי ההון והכספים בכלל, ובתנועות ההון בפרט, תרמה לסגירת פערים אלו.

במהלך 1994 נוצר, כאמור, פער בין התשואה השקלית לטווח קצר לבין התשואה במטבע חוץ. התשואה השקלית עלתה ב-1994 עקב עליית הריבית בהלוואה המוניטרית בכ-8 נקודות אחוז ב-1994, וירדה ב-1995 עקב ירידת הריבית בהלוואה המוניטרית בכ-3 נקודות אחוז (לוח ז'-4, לוח ז'-ג). התשואה במטבע חוץ הושפעה מעליית הריבית הדולרית⁷ בכ-3 נקודות האחוז במהלך 1994, לכ-6 אחוזים, ומירידה של כמחצית נקודת האחוז ב-1995. רכיב עיקרי בשינוי התשואה במטבע חוץ הוא ההתמתנות המשמעותית של קצב הפיחות במהלך השנתיים האחרונות, שהייתה בחלקה צפויה (כמוסבר בהמשך). שער הדולר עלה ב-1.8 אחוזים ב-1994 וב-3.1 ב-1995 לעומת קצב פיחות ממוצע של כ-13 אחוזים בשנים 1992-1993. אמנם חלק מהאטת הפיחות מול הדולר נבע מהיחלשותו בשווקים

⁷ מרבית האשראי במטבע חוץ נקוב בדולרים. צד הפיקדונות מכיל רכיב ניכר של פיקדונות פיצויים, המושפעים פחות מפערי תשואה.

הבינלאומיים, אולם גם בשער הסל נרשמה התמתנות ניכרת, והוא עלה במהלך השנים 1994 ו-1995 ב-5.6 אחוזים לשנה בממוצע, לעומת כ-11 אחוזים בשנים 1992-1993 (לוח ז'-5). בלוח להלן מוצגות ריביות הזכות והחובה בשקלים ובדולרים בבנקים המקומיים, במונחי שקלים, בהנחות שונות לגבי הפיחות הצפוי. במחצית הראשונה של השנה, עקב רמת הריבית השקלית הגבוהה, ועקב ניהול שער החליפין ברצועה צרה סביב שער האמצע, שררו פערי תשואות לטובת המטבע המקומי, הן בצד הפיקדונות והן בצד האשראי, על פי כל אומדני הפיחות הצפוי. במחצית השנייה, עקב ירידת הריבית והרחבת הרצועה, שאחריה נוצר ייסוף בשער החליפין, התמונה ברורה פחות. בצד האשראי מעידים כל האינדיקטורים על פערי עלויות, אמנם נמוכים בהרבה מאשר במחצית הראשונה. בצד הפיקדונות מצביעים חלק מהאינדיקטורים על פער תשואות לטובת הדולר דווקא. לעלייה המהירה של שער החליפין בחודשיים האחרונים של 1995 חלק ניכר בעליית תשואת הדולר במחצית השנייה. בניכוי חודשים אלה מתקבל שבדיעבד הייתה תשואת הדולר נמוכה משמעותית מהתשואה השקלית, הן בצד הפיקדונות והן בצד האשראי. ראוי לציין כי עד אוקטובר היה אף פער חיובי בין התשואה על נכסים שקליים לבין עלות האשראי במטבע חוץ, ומכאן שבדיעבד היה ניתן להרוויח מארביטראז' בין המטבעות. אף כי לפי חלק מהאינדיקטורים לא שררו פערי תשואות במחצית השנייה, נרשם יבוא הון רב גם במחצית זו (אמנם תוך האטה משמעותית לעומת המחצית הראשונה), ולכן נראה כי אומדן הציפיות לפיחות על פי שיפוע הרצועה והמרחק משער האמצע מוטה כלפי מעלה (כמוסבר בהמשך).

ריביות בשקלים ובמטבע חוץ, בפיקדונות ובאשראי, במונחי שקלים

	7-10/95	7-12/95	1-6/95
1. התשואה לפדיון על מק"ם לחודש	14.3	14.6	16.3
1. ריבית הפז"ק	12.9	13.2	15.0
2. הריבית בפיקדונות דולריים בבנקים מקומיים			
בתוספת: פיחות הדולר במהלך התקופה	7.3	15.3	2.3
שיפוע רצועת שער החליפין	11.6	11.6	11.8
הפער משער האמצע ושיפוע הרצועה ¹	15.9	15.7	13.1
3. הריבית באשראי השקלי הלא-צמוד	18.9	19.2	21.1
4. הריבית באשראי הדולרי מבנקים מקומיים			
בתוספת: פיחות הדולר במהלך התקופה	9.3	17.3	4.3
שיפוע רצועת שער החליפין	13.6	13.6	13.9
הפער משער האמצע ושיפוע הרצועה ¹	18.0	17.8	15.4

(1) חישוב זה מניח במובלע סגירת הפער בין שער הסל בפועל לשער האמצע תוך שנה.

נראה כי האטת קצב הפיחות מאז סוף 1994 הייתה צפויה במידה רבה. לאור נחישותו של בנק ישראל בפעולה להשגת יעד האינפלציה היה ניתן להעריך כי רמת הריבית תישאר גבוהה יחסית במשך תקופה ארוכה. הערכה זו תורגמה לציפייה כי בטווח הקצר לא יהיה פיחות משמעותי בשער החליפין, ובכך הוגברה כדאיות יבוא ההון. זאת ועוד, אפשר שעקב הרחבתה של רצועת שער החליפין ביוני 1995 והצהרת בנק ישראל כי מעתה יתערב פחות במסחר במטבע חוץ, העריך הציבור כי בנק ישראל לא יפעל בטווח הקצר להחזרת שער הסל אל שער האמצע גם אם תיווצר חריגה גדולה יחסית ביניהם. הקשר בין ציפיות הציבור לגבי שער החליפין לבין המדיניות המוניטרית בא לידי ביטוי בסוף השנה: עקב הערכה בציבור כי בנק ישראל והממשלה עשויים לנקוט מהלך משולב של קיצוץ תקציבי והורדת שיעור הריבית,

לוח ז'-6

המקורות לשינויים בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), 1993 עד 1995
(מיליוני ש"ח)

1995				1994				1995	1994	1993	
IV	III	II	I	IV	III	II	I				
-56	-90	691	-1,264	681	623	-97	696	-720	1,903	1,837	א. השינוי בבסיס הכסף (1+2+3)
611	2,221	1,722	-1,712	4,865	-48	-582	706	2,842	4,940	2,628	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
-3,969	-6,140	-5,999	-5,867	-5,080	1,042	652	-801	-21,975	-4,188	3,800	2. תרומת בנק ישראל – סך הכול
-1,023	-990	-3,601	-5,388	-4,126	2,405	1,197	-965	-11,002	-1,490	5,994	א) הלוואה מוניטרית
178	-1,634	-1,836	230	332	-313	441	925	-3,061	1,386	996	ב) פעולות בשוק הפתוח
714	-781	-562	-709	-1,285	-1,051	-987	-761	-2,766	-4,084	-3,190	ג) גורמים אחרים ¹
-2,410	-2,736	0	0	0	0	0	0	-5,146	0	0	ד) החלף
											3. המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי
3,301	3,830	4,968	6,315	897	-370	-167	791	18,413	1,151	-4,591	
											ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
8,202	5,020	6,388	3,591	4,907	2,920	2,198	3,830	23,201	13,855	13,435	
											ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)
8,146	4,930	7,079	2,326	5,588	3,543	2,101	4,526	22,481	15,758	15,271	
883	1,482	1,137	-1,088	1,137	23	-420	297	2,414	1,037	3,004	1. אמצעי תשלום
7,262	3,448	5,943	3,414	4,451	3,520	2,521	4,229	20,067	14,721	12,267	2. פח"ק + פז"ק + פיקדון אחר

(1) הוצאות התקציב של בנק ישראל, אשראי מוכוון במט"י, פעולות בניירות ערך ממשלתיים, ריבית על פיקדונות בנקים בבנק ישראל בשקלים וריבית המשולמת על ידי הבנקים בגין הלוואה מוניטרית.

(2) השפעת מכפיל הפקדונות שהוא סעיף שאריתי : שורה ג פחות שורה א.

לוח ז' - 6 (המשך)
המקורות לשינויים בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), 1993 עד 1995
(אחוזי תוצר)³

1995				1994				1995	1994	1993	
IV	III	II	I	IV	III	II	I				
-0.1	-0.1	1.1	-2.1	1.1	1.1	-0.2	1.4	-0.3	0.9	1.0	א. השינוי בבסיס הכסף (1+2+3)
0.9	3.3	2.7	-2.8	7.9	-0.1	-1.1	1.4	1.1	2.2	1.4	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
-2.3	-5.1	-9.3	-9.6	-8.3	1.8	1.2	-1.6	-6.5	-1.9	2.0	2. תרומת בנק ישראל - סך הכול
-1.5	-1.5	-5.6	-8.8	-6.7	4.2	2.2	-1.9	-4.2	-0.7	3.2	א. הלוואה מוניטרית
0.3	-2.4	-2.9	0.4	0.5	-0.6	0.8	1.8	-1.2	0.6	0.5	ב. פעולות בשוק הפתוח
-1.0	-1.2	-0.9	-1.2	-2.1	-1.9	-1.8	-1.5	-1.1	-1.8	-1.7	ג. גורמים אחרים ¹
-3.5	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.0	0.0	0.0	ד. החלף
1.3	1.6	7.7	10.3	1.5	-0.7	-0.3	1.5	5.1	0.5	-2.5	3. המרות מט"ח של הסקטור הפרטי
											ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
12.0	7.5	9.9	5.9	8.0	5.2	4.1	7.4	8.9	6.2	7.2	
											ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)
11.9	7.4	11.0	3.8	9.1	6.3	3.9	8.8	8.6	7.1	8.2	
1.3	2.2	1.8	-1.8	1.9	0.0	-0.8	0.6	0.9	0.5	1.6	1. אמצעי תשלום
10.6	5.2	9.2	5.6	7.2	6.2	4.7	8.2	7.7	6.6	6.6	2. פח"ק + פז"ק + פקדון אחר

(1) הוצאות התקציב של בנק ישראל, אשראי מוכון במט"י, פעולות בנידות ערך ממשלתיים, ריבית על פקדונות בנקים בבנק ישראל בשקלים וריבית המשולמת על ידי הבנקים בגין הלוואה מוניטרית.

(2) השפעת מכפיל הפקדונות שהוא סעיף שאריתי : שורה ג פחות שורה א.

(3) הנתון הרבעוני הוא הורם באותו רביע חלקי התוצר באותו רביע; הנתון השנתי הוא הורם השנתי חלקי התוצר באותה שנה.

ירד היצע מטבע החוץ של הסקטור הפרטי ירידה תלולה, ושער החליפין עלה. הציפיות למהלך מעין זה התמתנו – עקב הקיצוץ הקטן יחסית בהוצאות הממשלה, שיעורה המתון של הורדת הריבית בסוף דצמבר 1995 והעלאת הריבית בינואר 1996, ולכן תוקן שער הסל כלפי מטה, והיצעי מטבע החוץ התחרשו. מעבר לשינויים בפער התשואות עצמו, השפיעו על כדאיות השימוש במטבע חוץ גורמים נוספים: תהליך הליברליזציה בשוק מטבע החוץ פעל להגברת הנגישות של אשראי במטבע חוץ לשוק הישראלי; ייתכן גם שהמעבר לשימוש אינטנסיבי באשראי במטבע חוץ היה כרוך בהתאמות שהן בחלקן חד-פעמיות, ועם הניסיון בשימוש באשראי במטבע חוץ גברה התחלופה בינו לבין אשראי שקלי. בפער התשואות כלול גם רכיב של סיכון, הנובע מתנודתיות שער החליפין. אמנם הרחבתה של רצועת הנייר פעלה להגברת סיכון זה, אך כנגד זאת פעלה המדיניות המוניטרית הנחושה להשגת יעד המחירים, שלחצה כלפי מטה על שער החליפין, ובכך הפחיתה את אי-הוודאות לגבי פחות בטווח הקצר. לכן לא ברור לאיזה כיוון השתנתה רמת הסיכון בעסקות מטבע חוץ במחצית השנייה של השנה.

ההתפתחויות המוניטריות במהלך השנה

ברביע הראשון של 1995 התמתנה מאוד עליית מדד המחירים לצרכן, והסתכמה באחוז אחד בלבד במונחים שנתיים (לוח ז'-5). ההאטה התבטאה בעיקר בירידה תלולה בסעיף הפירות והירקות, לאחר העליות החדות בסעיף זה ב-1994. (ראה פרק ג'). אומדן הציפיות לאינפלציה על פי שוק ההון ירד מדצמבר 1994, לרמה של כ-12.5 אחוזים, ואמצעי התשלום עלו בשיעור זעיר. עליית M2 הואצה, בעקבות גידול של הביקוש לנכסים שקליים לא צמודים נושאי ריבית (לוח ז'-3). פיקדונות מטבע החוץ ירדו בשיעור חד, עקב ירידת תשואתם ביחס לתשואה השקלית. האשראי הבנקאי החופשי המשיך להתרחב בקצב מהיר; חלקו הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ גדל בקצב מואץ, בעוד שגידולו של האשראי השקלי הואט (לוח ז'-9). המרות מטבע החוץ גדלו מאוד, והסתכמו ברביע הראשון בכ-2.1 מיליארדי דולרים (לוח ז'-6). התערבות זו של בנק ישראל במסחר במטבע חוץ סייעה לשמור על שער הסל ברמה של כשני אחוזים מתחת לשער האמצע. העלאת הריבית הביאה לצמצום הביקוש להלוואה המוניטרית, ובנק ישראל צמצם בהתאם את היצעה, והגביר את מכירת המק"ם (לוח ז'-6). בחודש מארס, לאור ההתפתחויות החיוביות באינדיקטורים השונים לגבי סביבת האינפלציה, החליט בנק ישראל להוריד את הריבית ב-0.7 נקודת אחוז.

ברביע השני המשיך בנק ישראל להוריד את הריבית בהדרגה, בשיעור כולל של 2.8 נקודות אחוז. קצב עליות המחירים עמד על כ-9 אחוזים, ואומדן הציפיות לאינפלציה התייצב על רמה של כ-11 אחוזים. הורדת הריבית לוותה בעלייה של אמצעי התשלום, ובהמשך ההתרחבות של M2, תוך התמתנות קלה של התרחבות הפז"ק. הפיקדונות במטבע חוץ ירדו מעט. עליית האשראי הבנקאי החופשי התמתנה במידה מסוימת, תוך המשך תהליך הסטת האשראי מהאפיק השקלי לאפיק מטבע החוץ. התשואה-לפדיון באיגרות חוב צמודות למדד לטווח ארוך (10 שנים) עלתה לרמה גבוהה של 4.4 אחוזים (לוח ז'-4), בהמשך לעליות בשני הרביעים הקודמים.

במאי ובאפריל נמשכו היצעי מטבע החוץ הניכרים של הסקטור הפרטי. בנק ישראל רכש 1.6 מיליארדי דולרים, ותמך בשער הסל, שנע בצמידות לשער האמצע. ביוני הוחלט על הרחבת רצועת שער החליפין מ-10 ל-14 אחוזים סביב שער האמצע. מיד לאחר הרחבת הרצועה הקטין בנק ישראל את התערבותו במסחר במטבע חוץ, וביוני לא נרשמו כל המרות. עם זאת נמשכו עודפי ההיצע של מטבע חוץ, ולכן ירד שער הסל לרמה של כ-3 אחוזים מתחת לשער האמצע (דיאגרמה ו'-6). ברביע השלישי שב בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ מהציבור, אמנם בקצב מואט ביחס לחודשים

לוח ז'-7

המקורות וההתחלקות של התוספת לבסיס הנכסים הפיננסיים המקומיים בגין עירוים חיצוניים, 1993 עד 1995
(אחוזי תוצר)¹

ההתחלקות					המקורות					
צבירת	צבירת	צבירת	צבירת	השינוי	סך כל העירוים לבסיס הנכסים המקומיים	תרומת הסקטור הפרטי ליתרות מטבע החוץ ⁴	סך כל העירוים החיצוניים	העירוים החיצוני מבנק ישראל ³	העירוים החיצוני מהסקטור הציבורי ²	
בסיס הנכסים לזמן בינוני וארוך	בסיס איגרות החוב הסחירות	בסיס פיקדונות המט"ח ⁵	בסיס המק"ם	בבסיס הכסף	(4)+(3) = (5)	(4)	(1)+(2) = (3)	(2)	(1)	
(10)	(9)	(8)	(7)	(6)						
2.7	0.4	-2.0	-0.1	1.0	1.9	-4.5	6.4	1.5	4.9	1993
1.5	-1.6	-1.2	-0.3	0.9	-0.7	-0.6	-0.1	-2.5	2.4	1994
-1.0	1.4	-1.3	1.8	-0.3	0.5	3.7	-3.2	-7.2	4.0	1995
0.1	-0.6	-1.5	-1.4	1.4	-2.1	0.0	-2.2	-3.4	1.2	I 1994
3.1	-2.8	-1.2	-0.5	-0.2	-1.5	-1.5	-0.0	0.4	-0.4	II
1.5	-1.5	-1.4	0.8	1.1	0.5	-2.0	2.6	2.4	0.2	III
1.2	-1.4	-0.7	-0.2	1.1	0.1	0.8	-0.7	-8.8	8.1	IV
3.4	-2.1	-1.5	0.5	-2.1	-1.8	8.8	-10.6	-10.0	-0.6	I 1995
2.1	0.2	-1.7	3.4	1.1	5.1	6.0	-0.9	-6.5	5.5	II
-6.9	6.0	-1.1	3.0	-0.1	0.9	0.6	0.3	-6.8	7.1	III
-2.2	1.1	-1.1	0.3	-0.1	-2.0	0.2	-2.2	-6.0	3.8	IV

(1) ראה הערה 3 בלוח ז'-6.

(2) סכום של גירעון הממשלה, המרות הסוכנות ומתן אשראי נטו לסקטור הפרטי.

(3) סכום של ההלוואה המוניטרית, וגורמים אחרים (זהה לסה"כ הזרמת בנק ישראל בניכוי פעולות בשוק הפתוח).

(4) בניכוי השינוי בפקדונות המיוחדים של הבנקים בבנק ישראל (פמ"ב).

(5) פת"ם, פת"ם-פיצויים ופת"ח.

לוח ז'-8

הגירעון המקומי¹ (על בסיס קופה) של הסקטור הציבורי ואופן מימונו -
השינוי במאזן המאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1993 עד 1995
(אחוזי תוצר)²

1995						
IV	III	II	I	1995	1994	1993
א. הגירעון						
39.4	42.3	39.9	40.6	40.6	40.2	39.6
4.5	4.2	4.6	3.3	4.2	3.9	4.3
35.9	35.9	35.0	41.7	37.1	38.1	36.6
3.5	6.4	4.9	-1.1	3.5	2.1	3.0
0.4	0.6	0.7	0.5	0.6	0.3	0.2
0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4	0.5
4.1	7.3	5.9	-0.1	4.4	2.7	3.8
ב. המימון						
-0.1	-0.1	1.1	-2.1	-0.3	0.9	1.0
5.8	9.2	9.3	9.6	8.4	1.9	-2.0
0.3	3.0	3.4	0.5	1.8	-0.3	-0.1
1.5	1.5	5.6	8.8	4.2	0.7	-3.2
3.2	4.0	3.2	2.7	3.3	0.5	2.4
2.9	3.8	2.8	0.5	2.5	-0.1	1.8
0.0	0.0	0.1	1.7	0.4	0.3	1.7
-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	1.1
-4.8	-5.7	-7.7	-10.3	-7.1	-0.5	2.5

(1) נתוני הגירעון המובאים פה שונים מאלה שבפרק על הסקטור הציבורי (פרק ה'), משתי סיבות עיקריות: (1) הנתונים פה הם על בסיס קופה, ואילו בפרק ה' מדרוש על פעילות ריאלית; (2) הנתונים פה אינם כוללים אותו חלק מגירעונות הרשויות המקומיות, הביטוח הלאומי והמלכ"ד הציבוריים שאינו ממומן על ידי הממשלה, בעזר שבפרק ה' תקציבי הגופים האלה כוללים במלואם. גירעון הסוכנות היהודית כלול בנתונים בשני הפרקים.

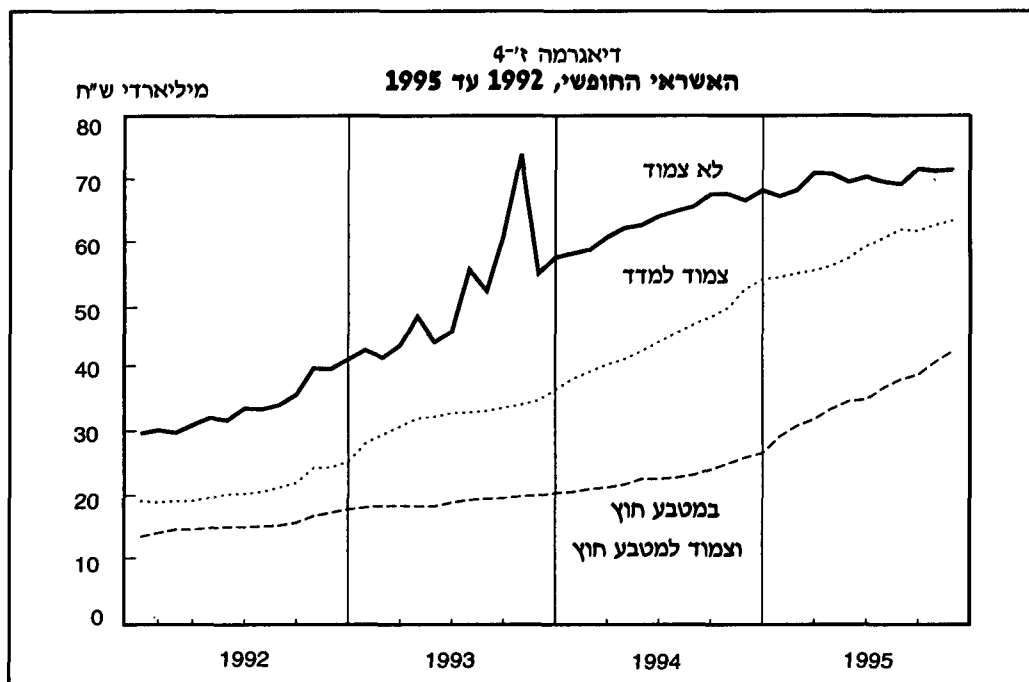
(2) ראו הערה 3 בלוח ז'-6.

(3) בעיקר ריבית ריאלית (משום שרוב החוב הפנימי צמוד), אך כולל רכיב של ריבית נומינלית, שכן חלק מהחוב אינו צמוד למדד באופן מלא, או צמוד למטבע חוץ.

(4) כולל מילואות חובה נטו.

(5) גיוס הון נטו באמצעות אגרות חוב סחירות ובאמצעות הפקדות ואגרות חוב לא סחירות (למעט מק"ם ופת"ם).

המקור: נתוני בנק ישראל וחשב האוצר.



הראשונים של השנה (כ־300 מיליוני דולרים לחודש ברביע השלישי, לעומת כ־700 מיליונים לחודש במחצית הראשונה). זאת לאחר שהיצעי מטבע החוץ מצד הסקטור הפרטי הלא־פיננסי לא נפסקו, אף ששער הסל ירד בהתמדה – עד לרמה של קרוב ל־5 אחוזים מתחת לשער האמצע בסוף הרביע. גם ברביע זה פעל בנק ישראל לעיקור ההזרמה הנובעת מהמרות מטבע החוץ, וכתוצאה מכך ירדה ההלוואה המוניטרית לרמה נמוכה ביותר. אפשרות הספיגה באמצעות מק"ם מוצתה במידה רבה, כי יתרת המק"ם שבידי הציבור התקרבה לתקרה המותרת. התערבות בנק ישראל במסחר באגרות חוב ממשלתיות בשוק הפתוח מוגבלת להיקף קטן יחסית (להוציא את המק"ם). כדי לאפשר המשך השימוש בהלוואה המוניטרית ככלי גמיש בקביעת רמת הריבית ורמת הנזילות במשק, ועם זאת לאפשר את המשך עיקורן של המרות מטבע החוץ, הונהג, כאמור, כלי מוניטרי חדש, ההחלף (swap). עד סוף השנה ספג בנק ישראל באמצעות ההחלף כ־1.7 מיליארדי דולרים (לוח ז'-6).

בסוף יולי הוריד בנק ישראל את הריבית ב־0.3 נקודת אחוז, על רקע התייצבות קצב עליות המחירים ואומדן הציפיות לאינפלציה. באוגוסט וספטמבר נרשמה עלייה מסוימת בציפיות לאינפלציה. בד בבד הואצה התרחבותם של אמצעי התשלום. להאצה זו תרמו ירידת הריבית מפברואר ועד אוגוסט, המשך ההתרחבות המהירה של הפעילות במשק וכן גורמים עונתיים חיוביים האופייניים לרביע השלישי. התרחבות M2 נמשכה, אמנם תוך התמתנות נוספת בהתרחבות הפו"ק, שהביקוש להם פחת עקב רמת הריבית הנמוכה יחסית למחצית הראשונה של השנה. קצב גידולם של סך האשראי הבנקאי החופשי והאשראי במטבע חוץ הואט, אך נותר ברמה גבוהה. בצד הריאלי נמשכו התרחבות הפעילות וירידת האבטלה, תוך המשך גידולו של הגירעון במאזן המסחרי. זאת ועוד, באוקטובר התברר כי הממשלה לא תעמוד ביעד הגירעון המקומי בתקציב לשנת 1995, וכדי להישאר במסלול המתיישב עם השגת יעד האינפלציה החליט בנק ישראל להעלות את הריבית בסוף ספטמבר וסוף אוקטובר, בשני צעדים של מחצית נקודת האחוז כל אחד.

לוח ז'-9

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית ומהבנקים למשכנתאות¹, 1993 עד 1995

היתרה לסוף תקופה			השינוי הנומינלי במשך התקופה			השינוי הנומינלי בין התקופות		
1995	1994	1993	1995	1994	1993	1995	1994	1993
(מיליוני ש"ח)			(אחוזים)					
1.	סך כל האשראי החופשי במטבע ישראלי	97,415	129,689	143,752	39.6	33.1	10.8	51.7
	מזה: לא-צמוד	54,902	66,620	71,452	37.9	21.3	7.3	50.5
	צמוד למרד ²	34,947	52,498	63,204	43.2	50.2	20.4	52.6
	צמוד למטבע חוץ	7,565	10,571	9,097	35.5	39.7	-13.9	56.6
2.	האשראי החופשי במטבע חוץ (ש"ח)	12,420	15,348	33,527	5.5	23.6	118.4	9.3
3.	סך כל האשראי החופשי	109,835	145,037	177,279	34.7	32.0	22.2	44.9
4.	סך כל האשראי מהבנקים למשכנתאות	39,899	54,823	69,777	30.7	37.4	27.3	25.1
5.	התוצר המקומי הגולמי				13.3	20.9	15.7	15.0

(1) הלוח מבוסס על ממוצעים חודשיים של נתונים יומיים להוציא אשראי מהבנקים למשכנתאות המבוסס על נתוני סוף חודש.

ברביע הרביעי נעצרה עלייתן של הציפיות לאינפלציה על פי שוק ההון, שהסתמנה ברביע השלישי, אף כי קצב עליות המחירים עלה מעט, לרמה של כ-11 אחוזים. אמצעי התשלום ירדו ברביע זה ירידה תלולה – במידה רבה, כתיקון עונתי לעליות ברביע השלישי, וכך התמתנה עליית M2. למרות גידול ניכר של הפז"ק. עם זאת המרות מטבע החוץ ותהליך הסטת האשראי לכיוון מטבע החוץ לא נפסקו. על רקע זה הוריד בנק ישראל את הריבית במחצית האחרונה בסוף דצמבר.

ג. השפעת המדיניות

עליית מדרד המחירים לצרכן הסתכמה ב-1995 ב-8.1 אחוזים, קרוב לגבול התחתון של יעד האינפלציה, שעמד על 8-11 אחוזים. בכך הושגה במלואה מטרתה של המדיניות המוניטרית לעמוד ביעד האינפלציה שנקבע על ידי הממשלה ובנק ישראל. לעמידה ביעד המחירים ב-1995 יש חשיבות מיוחדת בהתחשב בחריגה הניכרת של האינפלציה ב-1994, שבה עלה המדרד ב-14.5 אחוזים, לעומת יעד בן 8 אחוזים. בנחישותו להשגת יעד האינפלציה פעל בנק ישראל למיתון ציפיותיו של הציבור לגבי האינפלציה ולחיזוק אמינותו של היעד. שילוב של עליית מחירים תלולה ועלייה של הציפיות לאינפלציה, כמו ב-1994, היה עלול להביא להאצת התהליך האינפלציוני, והמדיניות המוניטרית פעלה כדי למנוע זאת.

התמתנות עליות המחירים ב-1995 לעומת 1994 שיקפה גם את האטת עליית מחירו היחסי של הדיור ואת ירידת מחירי הפירות והירקות. האטת עלייתם של מחירי הדיור נבעה הן מהגידול הרב בשיווק הקרקעות לבנייה בידי משרד השיכון ומינהל מקרקעי ישראל והן מהשפעות המדיניות המוניטרית על הביקוש לדיור. עליית הריבית על ההלוואה המוניטרית ב-1994 ורמתה הגבוהה יחסית ב-1995 תרמו לעליית הריבית הצמודה לטווח ארוך בשנים אלו, ולהתקרבותה לרמות השוררות בעולם. עלייה זו של הריבית לטווח ארוך באה לידי ביטוי גם בייקור המשכנתאות, ובכך פעלה להקטנת הביקוש לדיור. כמו כן גרמה עליית הריבית להגדלת עלויות המימון של קבלנים, ודחפה אותם להאיץ מכירת דירות שבבנייה, כדי לצמצם את נטל המימון. מלבד זאת פועלת עליית הריבית לירידת הערך המהוון של זרם שירותי הדיור שמעניקה יחידת מגורים, ולכן – לירידת ערכה. ירידת מחירי הפירות והירקות ב-1995 אינה קשורה למדיניות המוניטרית, אלא לבעיות היצע שהיו בענף ב-1994, והביאו לעליית מחירים חריגה, אשר תוקנה כלפי מטה ב-1995. גם בניכוי השפעתם של סעיפי הפירות והירקות והדיור התמתן מדרד המחירים ב-1995 – אמנם במידה מעטה, מ-9.8 אחוזים ב-1994 ל-8.8 אחוזים ב-1995. נראה אפוא, כי המדיניות המוניטרית ב-1995 תרמה להאטה מסוימת ברכיבי המדרד וכן פעלה למניעת גלישתן של העליות התלולות במחירים היחסיים של סעיפי הפירות והירקות והדיור ב-1994, לעליות בסעיפים אחרים ב-1995 (spillover).

ערוץ נוסף שבו פעלה המדיניות המוניטרית להאטת עליות המחירים ב-1995 הוא, כאמור, פעולתה של רמת הריבית הגבוהה יחסית להאטת עליית שער החליפין. האטת הפיחות הנומינלי פועלת להאטת עליות המחירים במשק, משום שהיא פועלת במישרין להאטת עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים, ובעקיפין – גם להאטת מחירי המוצרים הבלתי סחירים. שער הסל עלה במהלך 1995 ב-5.8 אחוזים⁸. שיעור פיחות זה נמוך מעט משיפוע רצועת שער החליפין, אך חלק ניכר מהעלייה התרכז לקראת סוף השנה, ואילו במרביתה היה שער הסל נמוך ב-2 עד 5 אחוזים משער האמצע. מדיניות מוניטרית מרסנת פועלת לריסון הביקושים המקומיים, ובכך – להחלשת לחצי המחירים

⁸ ממוצע דצמבר 1995 מול דצמבר 1994.

במשק. הריבית הריאלית השקלית, על פי אינדיקטורים שונים, אמנם עלתה השנה בשיעור ניכר, אולם במקביל לכך קטן פלח האשראי השקלי, וגדל האשראי במטבע חוץ, ולכן הריבית האפקטיבית שראה המשק הייתה נמוכה מזו המגולמת בריבית השקלית.⁹ התרחבות השימושים המקומיים התמתנה השנה אך במעט: הם עלו ב-7.2 אחוזים ב-1995 (במחירים קבועים), לעומת 8.1 אחוזים ב-1994, וקצב התרחבותם בכלל, והתרחבות ההשקעות במיוחד, נותר מהיר. לצד עליית השימושים המקומיים ב-1995 הייתה צמיחה מואצת, ורמת האבטלה ירדה בהתמדה במהלך השנה. נראה כי לולא ננקטה המדיניות המרסנת הייתה עלולה להיווצר חריגה גדולה יותר של הביקושים המקומיים מעבר להיצע התוצר, ולכן – לחצי מחירים חריפים יותר.

ב-1995 נרשם ייסוף ריאלי ביחס ליצוא ופיחות ריאלי קל ביחס ליבוא. עליית היצוא בשנה זו היתה מאכזבת, משום שאינדיקטורים שונים מלמדים על גידול רב של הביקוש ליצוא הישראלי – בהם ההתרחבות המהירה של הסחר העולמי ופתיחתם של שווקים חדשים בפני התוצרת הישראלית, בין השאר עקב תהליך השלום. נראה כי עליית היצוא המתונה משקפת בעיקרה בעיות רווחיות ובעיות סקטוראליות. הרווחיות תלויה בין היתר בשער החליפין הריאלי, אשר נקבע בטווח הארוך על ידי גורמים ריאליים. מדיניות מוניטרית מרסנת פועלת להאטת קצב הפיחות הנומינלי, ובכך – בגלל קשיחיות מחירים – אמורה לגרום גם לייסוף שער החליפין הריאלי. למרות האטת שיעור הפיחות השנה, לא נראה שלמדיניות המוניטרית היתה ב-1995 השפעה משמעותית על התפתחות שער החליפין הריאלי ועודף היבוא. (ראה פרק ב' ופרק ו').

הגירעון במאזן התשלומים התרחב במהירות מאז 1993, והגיע ב-1995 לרמה מדאיגה. עד כה לא התעוררו כל בעיות במימון גירעון זה – הודות לשיפור מעמדו של המשק הישראלי בשוקי העולם, מפני השינויים בתנאים המדיניים באזור, ועליית הריבית השקלית, שהביאו לזרימת הון למשק. מאחר שב-1995 לא ניכרו בעיות מימון של החשבון השוטף, לא נקטה הממשלה את המהלך הפיסקלי הנחוץ להפחתת הגירעון במאזן התשלומים.

ב-1995 שררו, כאמור, פערים בין התשואה השקלית לתשואה במטבע חוץ, והריבית המקומית חרגה מתחום הריביות שמחוצה לו מתעוררות תנועות הון. העדויות הברורות ביותר לכך הן ההיקף הרב של יבוא ההון בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי¹⁰ ומשיכת האשראי שלו במטבע חוץ מהבנקים הישראליים, בשיעור של כ-12 אחוזי תוצר, וחלקו הגדול של יבוא ההון לטווח קצר ביבוא הון זה. ההזרמה לבסיס הכסף הנובעת מהמרות מטבע החוץ לוחצת כלפי מטה על הריבית המקומית, משום שהיא פועלת להרחבת היצע הכסף. גם הסטת האשראי למגזר מטבע החוץ לוחצת מטה על הריבית השקלית, משום שהיא פועלת להאטת הביקוש לאשראי שקלי. כדי לשמור על רמתה הגבוהה של הריבית פעל בנק ישראל לעיקור המרות אלו. אגב תהליך זה גדלו הנכסים השקליים הנושאים ריבית לא-צמודה שבידי הציבור, וכן גדלו התחייבויותיו במטבע חוץ. תמונת הראי היא שהרכב החוב של הסקטור הציבורי השתנה: חלקו השקלי הלא-צמוד לטווח קצר גדל, ואילו החלק במטבע חוץ לטווח קצר קטן. לכאורה אפשר לטעון, כי הזרמים הגדולים שהופיעו ב-1995 מבטאים תיקון מלאים, עקב רמות נמוכות יחסית בעבר. ייתכן, למשל, כי גידול

⁹ הריבית הריאלית הממוצעת על סך האשראי הבנקאי (הלא צמוד, הצמוד, צמוד למטבע חוץ והנקוב במטבע חוץ) נאמדת ב-1995, במחירי חידוש, בכ-7 נקודות אחוז – לעומת כ-15.5 נקודות אחוז ב-1994 (הריבית בדיעבד, מבוססת על מדד המחירים לצרכן).

¹⁰ יבוא זה מחושב על סמך הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי כולו, הכולל שירותי הון של הסקטור הפיננסי. חלק ממקורות מטבע החוץ ליבוא ההון של הסקטור הלא-פיננסי מקורם בפיקדונות הבנקים בבנק ישראל.

חלקו של האשראי במטבע חוץ בסך האשראי הבנקאי ב־1995 בא כתיקון להטיה שנוצרה לטובת האשראי השקלי עד 1993, עקב רמות הריבית השקלית הנמוכות יחסית ששררו באותה תקופה. עם זאת מניסיון העבר נראה שעוצמת הזרמים השנה מרמזת כי מדובר ביותר מאשר תיקון מלאים מעין זה. לפיכך יש לבדוק מה עלולות להיות ההשפעות של המשך תמהיל המדיניות הנוכחי – מדיניות מוניטרית מרסנת ומדיניות פיסקלית מרחיבה.

לא רצוי שפער התשואות בין השקל למטבע החוץ יימשך לאורך זמן, שכן לתהליכים שהוא מעורר עלולות להיות השלכות שליליות בעתיד. המשך קיום פער תשואות יכול להביא להמשך גידול חלקו של הרכיב השקלי בתיק הנכסים של הציבור, על חשבון רכיב מטבע החוץ. במצב כזה, אם יתהפך פער התשואות הצפוי – יגדל גם התיקון שיידרש כתוצאה מכך בתיק הנכסים. צמצום בפער התשואות יכול להיגרם הן עקב ירידה של הריבית המקומית והן עקב שינוי בציפיות הציבור לפיחות. ציפיות כאלה עלולות להתעורר אם לא יחול בהקדם שיפור משמעותי במאזן התשלומים שיישען, בין השאר, על קיצוץ בהוצאות הממשלה ובגירעון בתקציב המדינה, ויימשכו יבוא ההון וסטיית שער החליפין הנומינלי משער האמצע. התיקון בתיק הנכסים עלול להיות גדול מהשינוי המקורי שחל בו, משום שאם התיקון מתמקד בתקופה קצרה, התשואה הצפויה במטבע חוץ בטווח הקצר יכולה להיות גבוהה ביותר.

ב־1995, כאמור, חלקו של האשראי במטבע חוץ בסך גידול האשראי היה מכריע. הריבית הריאלית בדיעבד על סך האשראי הבנקאי, אמנם עלתה ב־1995 לכ־7 נקודות אחוז, אך לא במלוא השינוי שהיה חל לולא עליית חלקו של האשראי במטבע חוץ. יתר על כן, המשך לא רצוי של פער התשואות יביא לגידול מתמשך של חלק האשראי במטבע חוץ באשראי הכולל במשק, ובמיוחד בסך האשראי לטווח קצר. במקרה כזה הריבית השקלית לטווח קצר עלולה לאבד עם הזמן חלק מהאפקטיביות שלה, מפני שהיא מופעלת על פלח אשראי הולך וקטן. באופן זה ההשפעה של רמת הריבית השקלית על הפעילות במשק תלך ותקטן.

השפעת המדיניות המוניטרית על המחירים השונים הכרוכים בניהול החוב הציבורי פועלת לשינוי הרכבו ועלותו של החוב. עליית הריבית השקלית תרמה ב־1994 לגידולן של הכנסות בנק ישראל, עקב עליית תשלומי הריבית על ההלוואה המוניטרית מהבנקים המסחריים – אולם בתרומתה לעליית הריבית הצמודה לטווח הארוך היא הביאה לייקור מסוים של מימון החוב הציבורי המקומי. ב־1995 ירדה ההלוואה המוניטרית ירידה תלולה, וגדלו יתרות ההחלף ויתרת המק"ם שבידי הציבור; ירידות אלו הביאו לירידה תלולה של הכנסות בנק ישראל מריבית שקלית. מנגד פעלו מכירות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי לבנק ישראל להורדת החוב נטו של הממשלה ובנק ישראל במטבע חוץ ולירידת תשלומי הריבית עליו.

3. שוק ההון

ערכו של שוק ההון, הכולל איגרות חוב, רובן ממשלתיות (68 אחוזים), מניות (19 אחוזים) והשקעות אחרות של מוסדות פיננסיים (13 אחוזים), הסתכם בסוף השנה ב־326 מיליארדי ש"ח (לוח 2-10). נכסי שוק ההון, מנוכים במדרד המחירים לצרכן, עלו השנה ב־7 אחוזים, בעיקר עקב גידול היצע איגרות החוב הממשלתיות שהנפיקה המדינה למימון גירעונה, שגדל, ושל המק"ם שמכר בנק ישראל – בעוד שהיצע המניות גדל בשיעור צנוע, כי היקף ההנפקות ירד. בניגוד לארבע השנים הקודמות, שבהן השתנו מחירי המניות בשיעורים חריגים, הם עלו ב־1995 באחוז אחד בלבד, שיעור שנמוך מהממוצע הרב שנתי, על אף השגשוג בשווקים הריאליים השנה. גם התשואות הכוללות בשוק איגרות החוב היו נמוכות יחסית ומחירי איגרות החוב ירדו בכ־1.5 אחוזים.

לוח ז'-10

שוק ההון, 1995

נכסים אחרים בידי מוסדות	מק"ם ²	אג"ח סחירות ^{1,2} (ממשלתיות מיועדות וקונצרניות) צמודות	מניות ³	סה"כ	
היתרות לסוף התקופה (מיליארדי ש"ח)					
1. המוסדות					
31.0	1.3	12.1	50.0	11.4	105.9
3.8	0.0	62.1	0.0	0.0	65.9
6.6		21.3	2.7	0.4	31.0
0.6	0.8		6.8	6.5	14.7
	5.2		21.7	29.8	56.7
0.0	0.1		0.6	14.4	15.1
	6.4		30.7		37.1
41.9	13.8	95.5	112.6	62.6	326.5
שיעורי השינוי הריאליים (באחוזים)					
23.7	17.0	-31.6	-8.8	-7.6	-4.7
-9.9		7.9	69.7	41.9	6.7
35.3		4.2	22.9	27.9	11.4
-22.0	58.4		-26.5	-24.6	-23.3
	76.6		31.8	4.0	17.9
-64.9	98.2		252.5	56.6	59.5
	98.7		32.1		40.3
20.1	76.3	-0.2	6.0	5.7	7.4
שיעורי השינוי הריאלי במחיר ⁴ (באחוזים)					
			-1.5	1.0	-0.3
שיעור השינוי בכמות (באחוזים)					
20.1	76.3	-0.2	7.6	4.6	7.7

- (1) כולל "גילון" ו"שחר".
 - (2) לא כולל ניירות ערך שבידי בנק ישראל.
 - (3) לא כולל ערך השוק של חברות בורסאיות הנגזר מהחזקות בחברות בורסאיות אחרות ("ספירה כפולה"). כמו כן לא כולל בעלות ממשלתית על חברות בורסאיות.
 - (4) השינוי הריאלי של המחיר שווה לתשואה הריאלית הכוללת מנוכית ריבית ודיבידנד. השינוי הריאלי של מחירי המניות מחושב לגבי מניות שאינן בידי הממשלה.
 - (5) בניכוי החזקות של קופ"ג וזרים בתעודות השתתפות בקרנות נאמנות.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

צמצום גיוס ההון של החברות בבורסה תרם לעליית חלקו של האשראי הבנקאי במימון הפירמות. בשוק ההון ירד משקלם של הבנקים; זאת משום שבתגובה על התשוואות הנמוכות בשנים האחרונות, הקטין הציבור את ההשקעות בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות הבנקאיות והגדיל הן את השקעותיו הישירות בשוק והן את ההשקעות בקרנות הפנסיה ובביטוח חיים, הרגישות פחות לתנודות השוק. משקל המשקיעים הזרים בשוק ההון עלה השנה.

א. איגרות החוב

איגרות החוב מתחלקות לאיגרות סחירות, שהנפיקו הממשלה והפירמות, ואיגרות מיועדות, שהנפיקה הממשלה, במיוחד לקופות גמל, לקרנות פנסיה ולתכניות לביטוח חיים. האיגרות המיועדות, שערך נשאר השנה ללא שינוי, צמודות כולן למדד המחירים לצרכן, והן מסובסדות בהיותן נושאות ריבית גבוהה מריבית השוק. (ראה סעיף 3ג' להלן – "המשקיעים המוסדיים"). לעומתן, 82 אחוזים מהסחירות צמודות למדד המחירים לצרכן, 10 אחוזים צמודות למטבע חוץ, והיתר הן בעיקר "גילונים" – ניירות לא צמודים עם טווח פדיון קצר יחסית המשלמים ריבית משתנה שנגזרת מריבית המק"ם; משקלם של אלה עלה מ-3 ל-8 אחוזים, לאחר שחלקן בהנפקות החדשות הגיע ל-40 אחוזים, ובמקביל ירד גם הטווח הממוצע לפדיון של התחייבויותיה המקומיות הסחירות של המדינה מ-5.1 ל-4.5 שנים.

ערך השוק של איגרות החוב הסחירות (ללא מק"ם) עלה השנה ריאלית ב-7 אחוזים, לאחר ירידה בת 8 אחוזים ב-1994 ועלייה בת אחוז ב-1993 (לוח ז'-11). העלייה נובעת בעיקר מגידולו של חלק הגירעון הממשלתי הגדל הממומן באמצעות איגרות חוב – כ-6.5 מיליארדי ש"ח (2.5 אחוזי תוצר) – לאחר שבשנת 1994 צומצם הגירעון. כמו כן הנפיקה הממשלה איגרות בכ-5 מיליארדי ש"ח לשם מימון פדיון של התחייבויות ממשלתיות לא־סחירות, בעיקר תכניות חיסכון מאושרות. לעומת זאת פעלו פדיון של איגרות חוב קונצרניות בהיקף של מיליארד ש"ח וירידת מחיריהן של איגרות החוב ב-1.5 אחוזים להקטנת ערכו של השוק (לוחות ז'-6 וז'-7).

ירידת מחירי האיגרות במהלך השנה התבטאה בעלייתן של התשוואות הממוצעות לפדיון הן של האיגרות הסחירות לטווחים קצרים והן של האיגרות לטווחים ארוכים (דיאגרמה ז'-5), כך שמחירי האיגרות הגיעו בממוצע לרמה ריאלית הנמוכה כמעט ב-20 אחוזים מרמתם בסוף 1989. אף שריביות האיגרות עלו כמעט ברציפות במשך שש השנים האחרונות, יש להבדיל בין שתי תתי־קופות: בשנים 1990 עד 1993, על אף עלייתן של ריביות האיגרות, לא עלתה עלות האשראי, משום שמידווחי הריבית בבנקים הצטמצמו עם הרחבת הליברליזציה בשוק הכספים – ואילו בשנתיים האחרונות עלו גם ריביות האיגרות וגם עלות האשראי. בשנים הראשונות ננקטה מדיניות מוניטרית מרחיבה, ומטרתה מחירי אשראי נמוכים יחסית; זאת מחשש להעמקת האבטלה, שהחריפה עם תחילת גל העלייה, ועל רקע הניסיון מסוף שנות השמונים – כשמדיניות הריביות הגבוהות הייתה מן הגורמים לצמצום ההשקעות במשק. בפועל הצליחה המדיניות לשמור על ריביות דביטוריות נמוכות יחסית, וגם הריביות על איגרות החוב, אף שעלו, נותרו נמוכות מאשר בארצות המפותחות. לעומת זאת בשנים 1994 ו-1995, לאחר שהאבטלה ירצה, פעלה המדיניות המוניטרית לעלייה ריאלית של הריביות כדי לצמצם את האנפליציה. הכלי להשגת היעד היה הריבית הנומינלית שגובה בנק ישראל במכרזים המוניטריים שבאמצעותם הוא מעמיד מקורות לבנקים. הריבית הועלתה מספר פעמים ב-1994, ונשארה גבוהה, במונחים ריאליים, במשך שנת 1995. השינויים במדיניות הריבית הביאו לשינויים גם בריביות נומינליות אחרות במשק – על מכשירים קרדיטוריים, על האשראי הבנקאי הלא־צמוד וגם על ניירות לא־צמודים סחירים, ובפרט המק"ם. במקביל עלו גם תשוואותיהם של הניירות הצמודים למדד, ובמיוחד אלו שהטווח שלהם לפדיון קצר, והם משמשים

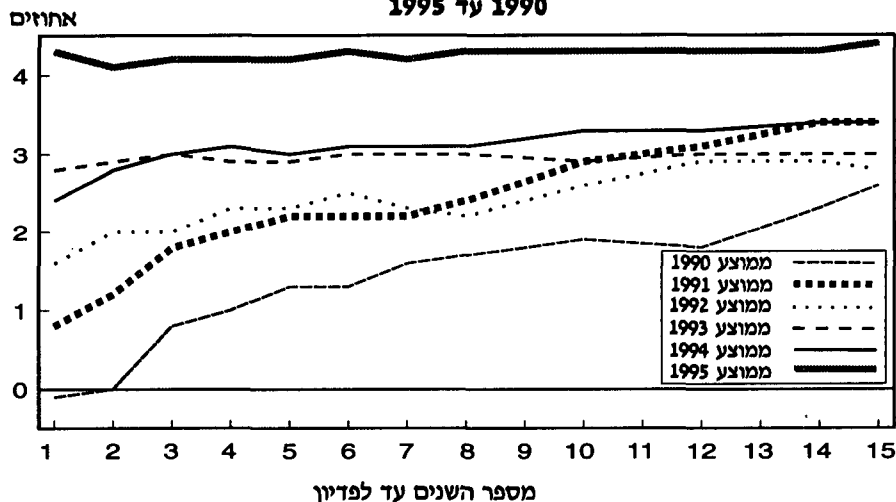
לוח ז' - 11

אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1994 ו-1995

1995		1994		
מחצית ב	מחצית א	כל השנה		
115,691	107,861	115,691	108,352	1. ערך השוק של איגרות החוב הרשומות
105,237	96,844	105,237	96,655	בבורסה (סה"כ) ¹ (סוף תקופה)
10,454	11,016	10,454	11,697	א. הממשלתיות ²
				ב. הפרטיות ⁴
				התפלגות לפי סוג איגרת החוב (אחוזים)
82	86	82	86	- צמוד מדד
10	10	10	11	- צמוד דולר
8	5	8	3	- לא צמוד
				התפלגות לפי מחזיקים (אחוזים) ³
19	16	19	15	- בידי הציבור
27	25	27	21	- בידי הבנקים המסחריים
43	47	43	51	- בידי קופות הגמל
3	3	3	2	- בידי בנק ישראל
2	2	2	2	- בידי תכניות ביטוח
6	7	6	9	- בידי קרנות נאמנות
8,699	8,862	17,561	17,175	2. היקף המסחר באיגרות החוב בבורסה ¹
8,302	8,310	16,612	15,855	א. הממשלתיות ²
397	552	949	1,320	ב. הפרטיות ⁴
2.57	3.28	2.92	1.84	חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ⁵
4,819	-839	3,980	-5,668	3. גיוס ההון באמצעות איגרות החוב סחירות ¹
5,631	-114	5,517	-3,462	א. הממשלתיות ²
-812	-725	-1,537	-2,206	ב. הפרטיות ⁴
0.16	0.17	0.16	0.15	4. מהירות המחזור השנתית ⁶ באיגרות החוב
0.16	0.17	0.17	0.16	א. הממשלתיות ²
0.07	0.10	0.09	0.10	ב. הפרטיות ⁵
				5. התשואה הריאלית הכוללת (נטו)
1.6	-0.9	0.7	-3.5	א. אג"ח צמודות מדד
1.7	-0.9	0.8	-3.4	(1) הממשלתיות
0.8	-0.9	-0.1	-4.0	(2) הפרטיות ⁴
1.2	-0.4	0.9	-11.5	ב. איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
1.1	-0.7	0.4	-10.9	(1) הממשלתיות
1.3	4.0	5.4	-17.2	(2) הפרטיות ⁴
74,200	71,861	74,200	69,625	6. ערך השוק של איגרות החוב המיועדות ¹
				שבידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה
21,327	20,097	21,327	18,937	7. ערך השוק של איגרות החוב המיועדות ¹
				שבידי התכניות לביטוח חיים

- (1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1995.
- (2) כולל איגרות חוב ממשלתיות לא צמודות. הגיוס - מנוכה קרן וריבית של איגרות המגיעות לפדיון.
- (3) איגרות החוב הסחירות שבידי קרנות הפנסיה מהוות פחות מאחוז מהאיגרות הסחירות.
- (4) כולל חברות ממשלתיות.
- (5) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניות והמכירות לבין היקף המסחר.
- (6) היחס שבין העסקאות בבורסה לבין ערך השוק חושב על בסיס חודשי.
- המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

דיאגרמה ז'-5
 שיעורי התשואה השנתית הריאלית לפדיון איגרות ממשלתיות צמודות למדד,
 1990 עד 1995



המקור: בנק ישראל.

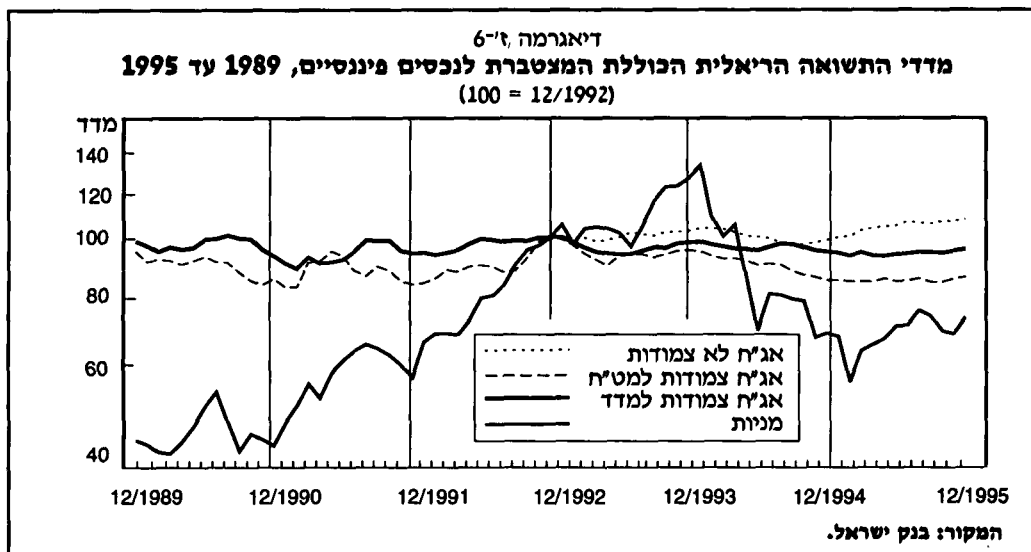
תחליפים קרובים יחסית לנכסים לא-צמודים קצרי טווח. עליית התשואות לפדיון של האיגרות הקצרות הפכה אותן לדומות לאלו של הארוכות; מכאן ניתן להסיק, שהציבור צופה שרמת הריבית הריאלית תישמר בשנים הבאות. וזאת בניגוד לתחילת שנות התשעים: אז היו התשואות לפדיון של האיגרות הארוכות גבוהות מאלו של הקצרות – כנראה משום שהציבור צפה כי רמת הנמוכה של הריבית לא תתמיד.

גורם עיקרי אחר שהשפיע על הריביות במשך שנות התשעים הוא הביקוש הנמשך למקורות מימון להשקעות בציד, בהון חוזר, בנכסים פיננסיים נזילים ובמלאים, עם התרחבות הסקטור העסקי. ב-1992 וב-1993 סופק חלק מהביקוש באמצעות גיוס הון בבורסה, שבזכותו יכלו פירמות רבות להחזיר אשראי לבנקים, ובכך להפנות מקורות לאחיותיהן הלא-בורסאיות. לעומת זאת, בשנתיים האחרונות הצטמצם הגיוס, ופירמות בורסאיות נטו להגדיל את כמות האשראי שהן נוטלות, ובכך פעלו לעלייה נוספת של הריביות.

בשנת 1995 השפיעו, כנראה, על מחירי האיגרות גם התרחשויות נוספות: ההתפתחויות הפיסקאליות, ובפרט אי היכולת לעמוד ביעד הגירעון, פעלו לעליית הריבית. באותו כיוון השפיעה אי העמידה ביעד ההפרטה, בחייבה את הממשלה לגייס מקורות נוספים בשוק ההון. המשיכות המוגברות מקופות הגמל, המשקיעות כשישים אחוזים מנכסיהן באיגרות ממשלתיות, פעלו אף הן לצמצום הביקושים לאיגרות, והתחייבות הממשלה להנפיק איגרות חוב מועדפות לקרנות פנסיה חדשות תרמה, כנראה, להמשך הצמצום של הביקוש לאיגרות חוב סחירות. לעומת זאת ירדו שיעורי הריבית בחו"ל במשך שנת 1995, אף כי במרבית הארצות לא ירד שיעור הריבית הריאלית מתחת לשיעורה בישראל, וסביר שירידתם תרמה להגברת הביקוש לאיגרות חוב בארץ.

הסקטור הפרטי לא הנפיק השנה בארץ איגרות חוב סחירות חדשות, ועם פדיון של איגרות ישנות ירדה כמות האיגרות. בסוף שנות השמונים נראה כי ביטול המגבלות על הנפקת איגרות חוב עודד שוק

פעיל של איגרות חוב קונצרניות, שסייע לחברות רבות לגייס מקורות; אולם בתחילת שנות התשעים פחתו ההנפקות, ובשלוש השנים האחרונות הצטמצם שוק זה, עם פריזון של איגרות ישנות, וערכו עמד בסוף 1995 על 10.4 מיליארדי ש"ח בלבד, לעומת 14.8 מיליארדים ב-1992 (מחירי 1995). נראה שהצמצום בכלי תיווך פיננסי זה קשור למציאותם של מקורות זולים יותר: בשנים 1992 ו-1993 העדיפו פירמות רבות להנפיק מניות, ואילו בשנתיים האחרונות הן נטו ליטול אשראי דולרי, על רקע הריבית השקלית הגבוהה והייסוף של שער החליפין. עם זאת, העדר שוק פעיל של איגרות חוב קונצרניות וניירות מסחריים (commercial paper) מעמיד בסימן שאלה את מידת בגרותו של שוק ההון, ובפרט את אי תלותו במתווכים הבנקאיים.



ב. המניות

בשנת 1995 עלה מדד המניות ב-6 אחוזים, ריאלי, לאחר שירד ב-46 אחוזים ב-1994, בין השאר כשנתברר אז כי רווחי הפירמות אינם גדלים בשיעורים שיכלו לתמוך בהשלשת המחירים שנרשמה בשנים 1991 עד 1993 (לוח ז'-12 ודיאגרמה ז'-6). תרמה לירידות ב-1994, אמנם במידה קטנה יחסית, ההודעה על התכנית למסות רווחי הון בבורסה.

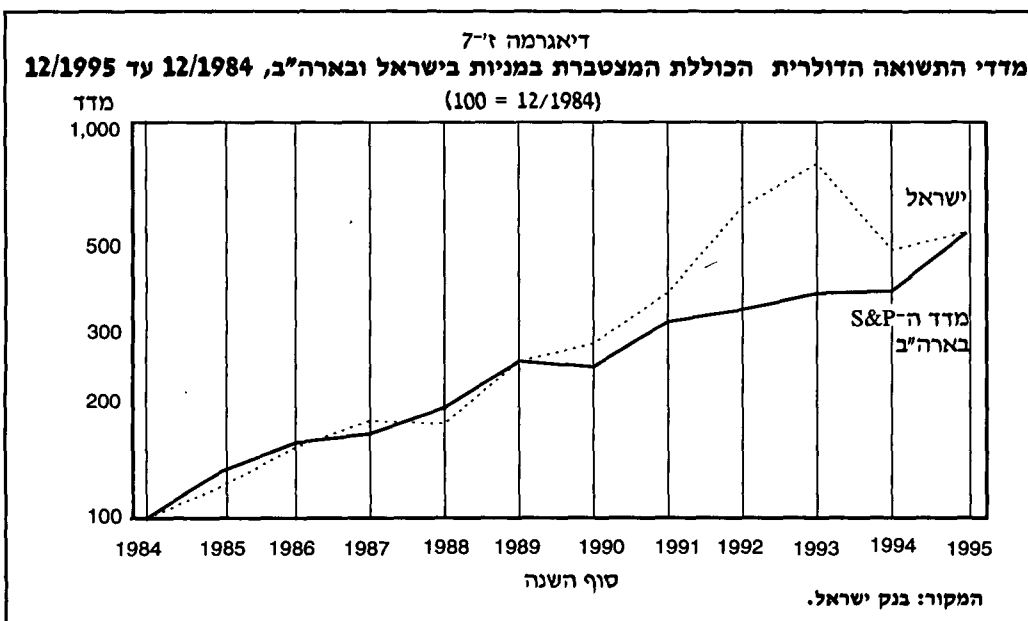
בינואר 1995 המשיכו מחירי המניות לרדת ב-9 אחוזים עד סוף החודש, ואז הודיע שר האוצר על ביטול תכניות המס. ביום שלאחר ההודעה עלו השערים ב-8 אחוזים, אולם בפברואר הם ירדו ב-17 אחוזים, בין השאר, בהשפעת הציפייה שהריביות הריאליות תמשכנה להיות גבוהות. ייתכן שהפרסומים בדבר פדיונות צפויים בקופות הגמל עוררו ציפייה כי אלה תמכורנה מניות בהמשך השנה כדי לממן. כמו כן התפרסמו דוחות כספיים שנתיים לשנת 1994, שחלק מהם הצביע על המשך רווחיות נמוכה.

אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1992 עד 1995

1995			1994	1993	1992	
מחצית ב	מחצית א	כל השנה				
608	1,008	1,615	5,717	10,813	5,957	1. גיוס הון'
	0	0	685	2,911	992	מזה: הנפקת מניות של חברות ממשלתיות
608	1,008	1,615	5,032	7,903	4,965	הנפקת מניות של הסקטור הפרטי
114,495	110,496	114,495	106,771	187,579	112,740	2. ערך השוק בסוף השנה
						המשקלות (אחוזים)
14	13	14	13	11	4	מניות הבנקים המסחריים
2	2	2	2	3	3	ביטוח
2	3	2	2	2	4	בנקים למשכנתאות ומוסדות מימון
15	16	15	17	19	21	חברות השקעה
42	41	42	40	37	45	תעשייה
16	16	16	14	15	13	מסחר ושירותים
9	10	9	10	13	10	מקרקעין, בינוי ופיתוח
13,754	14,853	28,608	88,869	110,912	50,701	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה ²
0.25	0.29	0.27	0.61	0.79	0.65	4. מהירות המחזור השנתית ³
2.9	2.9	5.9	-46.1	27.0	74.4	5. התשואה הריאלית הכוללת ⁴
4.9	9.7	7.3	11.3	5.5	4.3	6. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית

- (1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1995. גיוס ההון נוכח על בסיס חודשי.
כולל מניות, ניירות, ערך בני המרה ומימוש אופציות.
- (2) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1995. ניכוי היקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.
- (3) מהירות המחזור השנתית מחושבת לפי היחס בין היקף המחזור החודשי בבורסה ומחוצה לה לבין ערך השוק הממוצע לאותו חודש.
- (4) לפי מדד המחירים לצרכן לסוף החודש.
- המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

מתחילת מארס עד סוף אוגוסט עלו מחירי המניות בכ־30 אחוזים, במקביל להתאוששות בשוקי המניות בחו"ל, בפרט בארה"ב (דיאגרמה ז'-7), ונתוני הצמיחה המשופרים בארץ פעלו גם הם למחיקת ההפסדים שנרשמו בתחילת השנה. לאחר שנפלו המניות באוקטובר, הסתמנו עליות לקראת סוף השנה, כך שהמאזן השנתי הכולל מצביע על עלייה ריאליית. עם זאת התשואה הכוללת החיובית שנרשמה השנה שיקפה למעשה עליות חריגות של שלוש מניות, המוחזקות בעיקר בידי זרים ובידי המוסדות הלאומיים, ומשקלן במדר כ־10 אחוזים, בעוד שיתר המניות ירדו ב־2 אחוזים במונחים ריאליים. זאת ועוד, לאחר שמנטרלים את העלייה שהייתה למחרת ההודעה על ביטול המס, נרשמה ביתר ימות השנה תשואה ריאלית שלילית עוד יותר. התשואות המאכזבות בולטות גם בהשוואה למדדי המניות שבעולם – שנטו לעלות בשיעורים הגבוהים מהממוצעים הרב־שנתיים.



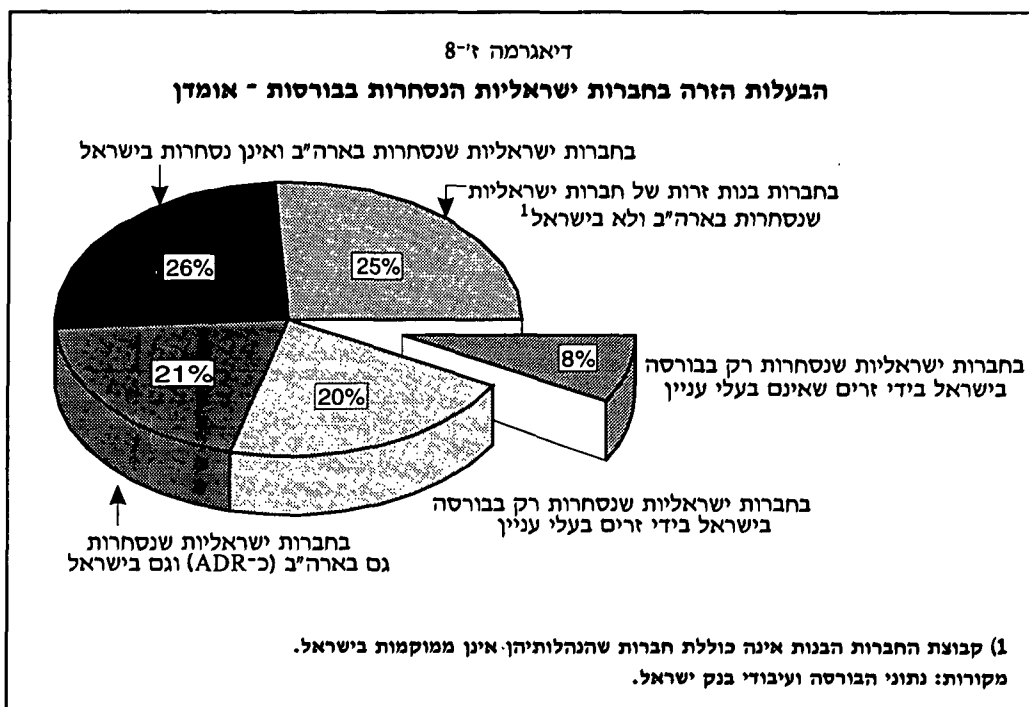
השפל התבטא גם בירידת היקף ההנפקות בכ־70 אחוזים, לרמה שלא נצפתה מאז 1990, וגם במחזורי מסחר נמוכים, ונראה שהוא משקף ציפייה שרווחיהן העתידיים של הפירמות הנסחרות בבורסה לא יצמחו בקצב מהיר. אולם אין תימוכין לטענה שהייסוף הריאלי של השקל הוא שעורר ציפיות אלה, שכן מדדי התשואה של ענפים שבהם משקל היצוא גבוה יחסית נטו לעלות יותר מאלו של ענפים פחות סחירים. זאת ועוד, גם בתוך ענפי התעשייה נמצא שמחירי המניות של החברות אשר בהן אחוז ההכנסות מיצוא גבוה לא נפלו מאלו של החברות המוכרות בעיקר לשוק המקומי. עם זאת ייתכן, שהרווחים של פירמות מייצאות אחרות שאינן נסחרות בבורסה נפגעו מהמדיניות.

ערכן של המניות שבבעלות זרה גדל השנה, שכן הזרים נטו במשך השנים להשקיע במניות שעלו במיוחד השנה, וגם כתוצאה של רכישות חדשות, רובן של בעלי עניין. על אף ההתעניינות הגוברת של זרים בבורסה של תל אביב, משקיעים הזרים, בפרט אלו שאינם בעלי עניין, בעיקר דרך הבורסות בארה"ב, ולא באמצעות הבורסה בישראל (דיאגרמה ז'-8). מספר החברות הישראליות אשר מניותיהן נסחרות

בבורסות נגישות בארה"ב, הוא גבוה יחסית, וגם ערכן בשוק שם גבוה – כ-35 אחוזים מזה של אלו הנסחרות בבורסה בתל אביב. החברות הישראליות הנסחרות בחו"ל כמעט כולן תעשייתיות (במיוחד בענפי האלקטרוניקה התכנה והתקשורת), וערכן של אלה בשוק בארה"ב מתקרב לערך השוק של כל מניות התעשייה בתל אביב¹¹. המשקל הגבוה של מניות הרשומות בחו"ל חריג ביחס לארצות אחרות. ייתכן שהוא מלמד על הביקוש הרב למניות של חברות ישראליות מסוימות בחו"ל. לחלופין, ייתכן שהשוק הישראלי הוא פחות משוכלל מאחרים, כך שחברות ישראליות מעדיפות להנפיק בחו"ל. הסבר אחר לריבוי החברות הישראליות הנסחרות בארה"ב קשור למגבלות בשוק ההון הישראלי: הריכוזיות הפיננסית, העמלות הגבוהות והמגבלות בשוקי מטבע החוץ מרתיעות מוסדות זרים שאינם בעלי עניין מהשקעה ישירה בבורסה בישראל.

מחירי המניות הישראליות בארה"ב עלו השנה, חלקם בשיעורים גבוהים, בדומה למניות בענפי האלקטרוניקה והתרופות בארה"ב, תוך שונות גבוהה. עלו גם ההנפקות של חברות ישראליות בארה"ב. הנפקות אלו, וגישתן של החברות לשוקי ההון והכספים בחו"ל, תרמו בשנים האחרונות לגידולן של ההשקעות הריאליות שמקורן מחוץ לארץ. (דיון ראה בפרק ו').

היקף ההפרטות השנה נותר נמוך, ותקבולי הממשלה הגיעו ל-1.6 מיליארד ש"ח, לעומת 4.6 מיליארדים בתכנית. מצב זה, שבו התקבולים נופלים מהמתוכנן כמעט בכל שנה, נמשך זה שש שנים. אל



¹¹ המניות הישראליות בחו"ל המתוארות כאן כוללות גם מניות של חברות הרשומות בחו"ל שהן בנות של חברות ישראליות – בתנאי שסיקור פעילות הבנות בארץ; זאת בניגוד לקיטלוג המקובל בפרסומי המפקח על מטבע חוץ בבנק ישראל.

הבעיות שליוו את התהליך מראשיתו (כמפורט, ברוח בנק ישראל 1994) חברו השנה בעיות נוספות. אמנם בתחילת השנה נראה שיעדי ההפרטה יושגו שכן "שיכון ופיתוח", "מספנות ישראל" וחלק מ"כימיקלים לישראל" (כ"ל) נמכרו לבעלי שליטה ו/או ל"משקיעים איסטרטגיים", אולם התהליך נעצר; זאת לאחר שמשדר האוצר חזר בו מהכוונה למכור חלק נוסף מהבעלות בכ"ל בבורסה בחו"ל. משנתברדה הערכתו כי המשקיעים בחו"ל ישלמו אותו מחיר ששילם בעל השליטה. הערכה זו לא היתה מבוססת מלכתחילה, שכן ממצאים אמפיריים ותיאורטיים רבים ומקובלים מלמדים כי משקיעים ללא שליטה משלמים בדרך כלל פחות ממשקיעים הקונים שליטה. בהמשך נדחתה הפרטת חברת "אל-על", וגם מכירה מתוכננת נוספת של מניות "בזק" לא בוצעה. לעיכוב ההפרטה בשנים האחרונות יש מחיר, שכן המשך הבעלות הממשלתית מונע התייעלות, וגם מאותת על אי נכונות לבצע רפורמות אחרות במשק. עם זאת קיבלה הממשלה השנה שתי החלטות שיישומן עשוי לתרום להשגת היעדים: כדי לקדם את ההפרטה היא אימצה תכנית שבמסגרתה יחולקו לאזרחים בשנת 1996 כתבי אופציה בני מימוש למניות של חברות ממשלתיות; כדי לקדם את התחרות במשק תוך כדי מכירת הבנקים לציבור, היא קיבלה את מסקנותיה של ועדה, שהמליצה כי שני הבנקים הגדולים יחויבו למכור החזקות בתאגידים ריאליים.

ג. המשקיעים המוסדיים

כשני שלישים מנכסי שוק ההון – משקל גבוה בהשוואה בינלאומית – מוחזקים בידי המוסדות הפיננסיים שתפקידם לנהל תיקי השקעות עבור המשקיעים תמורת שכר – קופות הגמל, קרנות הפנסיה, התכניות לביטוח חיים וקרנות הנאמנות (לוח ז'-10). כתוצאה מהמשקל הגבוה, ובפרט של קופות הגמל, אשר יותר מ-90 אחוזים מנכסיהן מנוהלים בידי הבנקים המסחריים, עשויים ביצועי המוסדות להשפיע על רווחתם של כלל המשקיעים במשק, על רמת החיסכון ועל הקצאתו הן בתוך שוק ההון והן בינו לבין אפיקי חיסכון אחרים. גם הצלחתן של הרפורמות בשוק ההון תלויה במידה רבה בטיב התיווך של המשקיעים המוסדיים. בשנת 1995 ירד ערכן של קופות הגמל, ריאלית, ב-5 אחוזים, והסתכם ב-106 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-13). הירידה נבעה ממשכיות שעלו על ההפקדות ב-7 מיליארדי ש"ח, לאחר שב-1994 דמו המשיכות להפקדות וזאת לאחר תקופה ארוכה שבה עלו ההפקדות על המשיכות. חלק קטן מהירידה השנה קוּוּז על ידי רווחי הקופות. גם נכסי קרנות הנאמנות ירדו השנה ריאלית כמעט ברבע, בעקבות פדיונות במרבית הקרנות – הן המתמחות במניות והן המתמחות בנכסים אחרים – והגיעו לרמה הנמוכה ביותר מאז 1990 (לוח ז'-14). לעומתן גדלו נכסיהן של קרנות הפנסיה השנה ב-7 אחוזים, והסתכמו ב-66 מיליארדי ש"ח, וההפקדות בהן דמו למשיכות מהן.

ההסבר להבדלים בין המשקיעים המוסדיים בהפקדות ובמשיכות השנה – על אף הדמיון היחסי בהטבות המס הניתנות למפקידים לזמן ארוך באפיקים השונים (למעט קרנות הנאמנות הנוזליות) – גלום בהבדלים מבניים שבין קופות הגמל לבין קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים, המסבירים גם את הבדלי התשואה לאורך זמן. הבדל אחד הוא, שהקרנות מבטיחות זכויות שאינן תלויות לא בתשואות שמתקבלות על נכסיהן ולא בהוצאות הניהול שכן מדינת ישראל ערבה לשמירתן. לעומת זאת מותנית הכנסתו של החוסך בקופת גמל בתשואות הנכסים הנרכשים באמצעות המקורות שהפקיד בקופה, ולכן סביר, שמשיכות והפקדות לקופות תהיינה רגישות יותר לביצועים.

הבדל אחר הוא שלקרנות הפנסיה ולמרבית תכניות הביטוח לא הפסיקה הממשלה להנפיק איגרות מיועדות, הנהנות מסבסוד, בעוד שלקופות הגמל היא הפסיקה להנפיק. מסיבה זו, חלק הארי של המניות ואיגרות החוב הסחירות המוחזקות בידי המוסדות לטווח ארוך מוחזק בידי קופות הגמל, ולא בידי קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים. מאותה סיבה הביאה ירידת מחיריהן של המניות ואיגרות החוב ב-1994

הנכסים של קופות הגמל וקרנות הפנסיה, 1994 ו-1995

1995		1995	1994	
מחצית ב'	מחצית א'			
				1. נכסי קופות הגמל וקרנות הפנסיה (סוף תקופה, מיליארדי ש"ח)
171.8	165.4	171.8	160.0	
2.2	1.1	3.3	-3.5	2. שיעור התשואה הריאלי הכולל
				3. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה בנכסים הסחירים (אחוזים)
42.0	45.3	42.0	48.7	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
56.0	61.6	56.0	62.3	ב. איגרות חוב פרטיות
10.0	11.0	10.0	11.6	ג. מניות
6.4	6.9	6.4	8.0	ד. נכסים לא-צמודים
				4. הרכב תיק קופות הגמל וקרנות הפנסיה (סוף תקופה)
100.0	100.0	100.0	100.0	א. איגרות חוב מיועדות
43.2	43.4	43.2	43.5	ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
25.7	25.1	25.7	27.2	ג. איגרות חוב פרטיות
3.4	3.9	3.4	4.2	ד. מניות
6.7	7.0	6.7	7.2	ה. פיקדונות צמודים
9.4	9.2	9.4	8.4	ו. הלוואות לעמיתים
0.2	0.2	0.2	0.2	ז. הלוואות אחרים
0.7	0.6	0.7	0.6	ח. נכסים אחרים
10.7	10.6	10.7	8.7	
				5. נכסי קופות הגמל (סוף תקופה, מיליארדי ש"ח)
105.9	102.5	105.9	102.8	
2.3	0.2	2.5	-8.3	6. שיעור התשואה הריאלי הכולל
				7. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל בנכסים הסחירים (אחוזים)
42.0	45.3	42.0	48.7	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
55.7	61.3	55.7	62.1	ב. איגרות חוב פרטיות
10.0	11.0	10.0	11.6	ג. מניות
5.8	6.3	5.8	6.9	ד. נכסים לא-צמודים
				8. הרכב תיק קופות הגמל (סוף תקופה)
100.0	100.0	100.0	100.0	א. איגרות חוב מיועדות
11.5	12.5	11.5	16.0	ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
41.8	40.6	41.8	42.4	ג. איגרות חוב פרטיות
5.5	6.2	5.5	6.5	ד. מניות
10.8	11.3	10.8	11.1	ה. פיקדונות צמודים
15.3	14.9	15.3	13.0	ו. הלוואות לעמיתים
0.2	0.2	0.2	0.2	ז. הלוואות אחרים
1.1	0.9	1.1	0.9	ח. נכסים אחרים
13.9	13.4	13.9	9.9	

סעיפים 4-1 מתייחסים לקופות הגמל וקרנות הפנסיה, ואילו סעיפים 5-8 מתייחסים לקופות הגמל בלבד. (קופות הגמל כוללות קופות גמל לתגמולים ולפיצויים, קרנות השתלמות וקרנות מרכזיות לפיצויים).
המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ז'-14

פעילות קרנות הנאמנות, 1994 עד 1995

שיעור השינוי הריאלי		1995			
1995	1994	מחצית ב	מחצית א	1995	1994
1. נכסי הקרנות, סוף תקופה (מיליוני ש"ח)					
-22.6	-54.5	15,752	16,559	15,752	18,835
(אחוזים)					
2. שיעור התשואה הריאלי הכולל					
		0.9	1.8	2.8	-29.0
3. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית ¹					
		3.5	4.3	3.5	5.7
4. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים					
א. איגרות חוב צמודות למדד					
		4.0	4.6	4.0	5.7
ב. איגרות חוב צמודות למטבע חוץ					
		10.9	13.3	10.9	16.7
ג. מניות					
		6.5	7.6	6.5	9.0
ד. נכסים לא-צמודים					
		3.4	3.6	3.4	4.0
5. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף תקופה)					
		100.0	100.0	100.0	100.0
א. איגרות חוב צמודות למדד					
		23.3	23.8	23.3	25.4
ב. נכסים במטבע חוץ					
		12.8	12.8	12.8	14.5
ג. מניות					
		47.1	48.2	47.1	47.1
ד. נכסים לא-צמודים					
		16.6	15.0	16.6	12.6

(1) סטיית התקן ל-12 החודשים האחרונים.

המקור: המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

לתשואות שליליות בקופות, בעוד שהתשואות בקרנות הפנסיה ובמרבית התכניות לביטוח חיים היו אז חיוביות. עובדה זו מסבירה גם את השונות הגבוהה יחסית של תשואות קופות הגמל במשך השנים, הנגזרת בעיקר משונות הנכסים שבהם משקיעות הקופות.

זאת ועוד, התשואה השנתית הכוללת הממוצעת של קופות הגמל מאז 1987 (3.5 אחוזים לאחר עמלות), נמוכה מהתשואות הכוללות של קבוצות הנכסים הפיננסיים שהקופות השקיעו בהם: תשואת איגרות החוב המיועדות עמדה בממוצע על יותר מ-5 אחוזים לשנה, התשואה הכוללת של מניות עמדה

על 9 אחוזים לשנה, ואילו איגרות החוב הניבו תשואה (ברוטו) ממוצעת של 4.1 אחוזים לשנה. לתת-הביצוע שני גורמים: אחד נעוץ בתיזומן לא מוצלח של השקעות (market timing). דוגמה לכך נמצאה גם השנה: בתחילתה קנו הקופות מניות, וספגו את הירידה בת 17 האחוזים בפברואר, ואילו לאחר שמדר המניות הגיע לשפל הן התחילו למכור מניות, לראשונה זה מספר שנים, וקנו פיקדונות, ובכך נהנו החוסכים פחות מעליית מחירי המניות בהמשך השנה. רכיב אחר נובע מהעובדה שהקופות נטו לבחור ניירות ערך שהניבו תשואות שהיו נמוכות בממוצע מאלה של קבוצות הנכסים שבהן השקיעו (market selectivity), גם בהתחשב בתיזומן הגרוע. על אף התשואות הנמוכות, היה הסיכון הכרוך בהשקעה בקופות גבוה יחסית, כפי שהתבטא, בין השאר, בשונות. סביר להניח שגורמים אלו הגבירו את המעבר מהקופות השנה.

קשה לקבוע בוודאות את הסיבות המסבירות את תת-הביצוע של הקופות, שכן מערך הנתונים שמתפרסם דליל יחסית. אפשרות אחת היא שהקופות פעילות במסחר בבורסה ומחויבות בעמלות מכירה וקנייה, שהיו נחסכות לו הן היו פעילות פחות. ייתכן שהפעילות הרבה אינה תורמת לתשואות – וזאת אם מנהלי הקופות, שבעבר היו רוכשים איגרות מיועדות לא סחירות, אינם מצוידים בכישורים ובנסיון המתאימים לניהול קופות בעלות נכסים סחירים רבים. הסבר אחר כרוך בעמלות הניהול הגבוהות: אילו היו אלה נמוכות יותר, היו הביצועים (נטו) טובים יותר. ייתכן גם שהקופות קונות ניירות על פי תשואות העבר, אסטרגיה שעלולה להניב תוצאות לא טובות. גם התנהגות עדר (herding behavior) של הקופות, כלומר נטייה לקנות ולמכור אותם ניירות יכולה לתרום לתגודתיות גבוהה יחסית בתשואות.

למרות הביצועים המאכזבים של הקופות, מעטה הכניסה של מתחרים חדשים, נראה שהדבר נובע מחסמי כניסה: חלק מהתקנות שאמורות להגן על העמיתים מקשות כנראה על מתחרים. ייתכן שמעמדם של הבנקים המסחריים מאפשר להם להפלות לרעה מתחרים חדשים, ובכך הם מרתיעים אותם. כן אפשר שניגודי אינטרסים בין מעבידים שלהם קשרי בנקאות עם הבנקים שמנהלים את הקופות, לבין עובדים, יש בהם כדי לשמר את מעמדם של הקופות הבנקאיות. עיוותים אלו ניתנים לתיקון בשתי דרכים – שינוי בתקנות המס המשמשות חסמי כניסה המקשים על המעבר מקופה לקופה, במסגרת חקיקה, וניתוק קופות הגמל, ואולי גם קרנות הנאמנות, שגם בהם הביצועים נמוכים יחסית – מהבנקים המסחריים.

מלאי איגרות החוב המיועדות במוסדות הפיננסיים לא השתנה השנה: ירידתו בקופות הגמל קוזה על ידי עלייתן של האיגרות בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים (לוח ז'-10). לאחר שיתרתן של האחרונות בקופות תיפדה בשנים הקרובות, צפוי שיגדל מלאי המיועדות, ועמו הסבסוד המפלה של הממשלה בשוק ההון – הנגזר גם מהריבית המועדפת, וגם מהעובדה שמשלם המסים מכסה גירעונות אקטואריים בקרנות הפנסיה, שמרביתן הסתדרותיות, שנוצרים למרות הסיבסוד. החשש שמשקל קרנות הפנסיה בשוק ההון יגדל בעתיד התחדד השנה, על רקע החלטת הממשלה למסד את הכיסוי לחוסכים בקרנות הוותיקות ולהתיר כניסת קרנות חדשות שתינהגנה מתנאים מועדפים (אמנם נמוכים במקצת מאלה של הוותיקות) ומהבטחת רצפת תשואה. את מידת הנזק שבהחלטת הממשלה יהיה ניתן לאמוד רק בעוד שנים מספר כשיתאפשר למדוד את גידולן של הקרנות ולאחר שתפוג אי הוודאות האופפת עדיין את יישום החלטת הממשלה.

הצעדים בתחום הפנסיה הם חלק ממכלול פעולות הממשלה שנועד להסדיר את הפעילות של מוסדות ויועצים בשוק ההון, לעתים באמצעות חקיקה. אחת ממטרותיה המוצהרות של החקיקה המוצעת בנושא קופות הגמל היא להפריד בין פעילות הקופות לבין הגופים הקשורים, בעיקר הבנקים. בשנת 1995 חוקק חוק שמטרתו קביעת קריטריונים למתן ייעוץ בשוק ההון, ואילו ב-1994 התקבל בכנסת חוק לפיקוח על קרנות הנאמנות. יש חשש כי חלק ממיגבלות החקיקה המעמידות תנאים חדשים לפעילות מגדילות את עלות הניהול וגם את עלות הכניסה של מתחרים חדשים; בכך הן ישמשו חסמי כניסה בפניהם, ובזאת

תישמר הריכוזיות בשוק ההון. כך למשל, הדרישה למנות דירקטורים מן הציבור בקופות הגמל, עלולה לייקר את עלות התפעול של הקופות מבלי לפתור את בעיות היסוד.

4. תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והרכוש

ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון השליכו הן על סך הנכסים בשווקים אלו ("תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור") והן על הרכוש של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, הכולל גם נכסים פיסיים בניכוי ההתחייבויות לבנקים ולחו"ל¹². המדיניות המוניטרית תרמה להעלאת משקל הנכסים הלא-צמודים הן בתיק והן ברכוש – על חשבון הנכסים הפיננסיים האחרים, ובפרט הנכסים הצמודים למטבע חוץ. כמו כן תרמה המדיניות להגדלת רכיב ההתחייבויות במטבע חוץ, שהוזל, במיוחד יחסית לאשראי השקלי הלא-צמוד. צורת המדידה של הרכוש הפיסי מלמדת, שקצב גידולו גבר, משום שהחיסכון הפרטי עלה, וכן גם המימון מחו"ל, שרמתו נגזרה בחלקה מהמדיניות¹³.

תיק הנכסים הפיננסיים נאמד בסוף 1995 ב־502 מיליארדי ש"ח, שהם כ־190 אחוזי תוצר. לתיק שני רכיבים – "נכסים לזמן קצר", שהם נזילים יחסית, בסך 225 מיליארדי ש"ח, ו"נכסים לזמן ארוך", בסך 277 מיליארדים (לוח ז'–15). הנכסים לזמן קצר כוללים את מרבית הנכסים של שוק הכספים – מזומנים, פיקדונות הלא-צמודים ופיקדונות קצרי מועד צמודים למטבע חוץ – אך גם נכסי שוק ההון המוחזקים ישירות בידי הציבור או באמצעות קרנות נאמנות. הנכסים לזמן ארוך כוללים פיקדונות פיצויים, תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים והשקעות בקופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים. התיק, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה ב־7 אחוזים, כתוצאה של גידול היצע הנכסים, בעוד שהמחירים הריאליים לא השתנו בממוצע, לאחר שנים של תנודות, בגלל הטלטלות בשוק המניות.

בשנים האחרונות ניכרת עלייתם של הנכסים הלא-צמודים (31 אחוזים ב־1995), בין השאר בהשפעת פערי התשואות (לוח ז'–15, סעיף י', דיאגרמה ז'–9). התשואות הגבוהות בנכסים אלו נגזרו, כאמור, מהמדיניות המוניטרית המרסנת, שפעלה להעלאת הריביות הנומינליות יותר משהשפיעה על הריביות באפיקים הצמודים. תשואות גבוהות מאוד נרשמו בנכסים הלא-צמודים שנסחרים בבורסה, המק"ם וה"גילון" (שתשואתה היתה השנה 8 אחוזים, ריאלית); אלו נרכשו במיוחד על ידי משקי הבית והפירמות, ואילו מוסדות ההשקעה לזמן ארוך נטו שלא לרוכשם, בין השאר משיקולי מס: קופות הגמל אינן משלמות מס – לא על הריבית של האיגרות הצמודות ולא על זו של הנזירות הלא-צמודים, כך שאין ללא-צמודים יתרון מבחינתן; לעומת זאת משלמים משקי הבית והפירמות מס על הריבית שמתקבלת באיגרות צמודות,

¹² "הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור" כוללים החזקות מניות של זרים וחברות הנסחרות בה, אף שמן הדין היה שלא לכוללם. בלוח ז'–10 מפורטת התפלגות הבעלות בשוק המניות, בניכוי הספירה הכפולה. הפחתת סעיפי הזרים והספירה הכפולה מלמדת שהמניות בתיק הנכסים של הציבור נאמדות בכ־48 מיליארדי ש"ח בלבד, ומשקלן האמיתי של המניות בתיק הנכסים הוא 11 ולא 19 אחוזים. התיק גם אינו כולל נכסים בחו"ל, וההגדרות מתייחסות למניות ולאגרות החוב כאל השקעות לטווח קצר, אף שפדיונם של נכסים אלו הוא בטווח הארוך, ואילו קופות הגמל נחשבות השקעות לטווח ארוך, אף שחלק לא מבוטל מחשבונות העמיתים הוא נזיל.

בדומה לתיק, מכיל גם הרכוש נכסים שבעלות זרים, אף שמן הדין היה לנכותם, אולם בניגוד לתיק אין הרכוש כולל מניות, המהוות נכס של משקי הבית והתחייבות של הפירמות.

¹³ עם זאת חלק מהשינוי בקצב הגידול מבטא טעויות והשמטות במדידה של הרכוש ושל המקורות לגידולו.

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור¹ 1994 ו-1995

היתרות בסוף התקופה								
המשקל בסך כל הנכסים בסוף התקופה			1995					
1995	1994	1993	IV	III	II	I	1994	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
נכסים לזמן קצר ²								
17.5	14.4	10.6	87,673	80,437	74,162	65,925	62,625	א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
3.3	3.2	3.0	16,383	15,555	14,339	13,094	13,908	1. אמצעי התשלום ²
13.0	10.5	7.1	65,174	58,892	54,572	48,490	45,479	2. פו"ק, פח"ק (תפ"ס) ופיקדון אחר ²
1.2	0.7	0.5	6,115	5,990	5,251	4,340	3,238	3. מק"ם ²
10.5	10.8	10.4	52,803	47,048	44,215	44,211	46,753	ב. פת"ם, פצ"ם פמ"ח ואיגרות חוב סחירות
4.7	5.2	4.5	23,660	21,254	20,554	21,052	22,751	1 פת"ם פצ"ם ופמ"ח
5.8	5.5	5.9	29,143	25,794	23,660	23,159	24,001	2. איגרות חוב בידי הציבור ²
28.0	25.2	21.0	140,476	127,485	118,377	110,135	109,378	ג. סך הנכסים לזמן קצר למעט מניות ²
16.8	16.3	27.4	84,400	81,272	77,116	68,294	70,798	ד. סך הכל המניות ²
44.8	41.6	48.4	224,876	208,757	195,493	178,429	180,176	ה. סך הנכסים לזמן קצר כולל מניות (ג)+(ד)
נכסים לזמן ארוך								
3.3	3.3	3.0	16,403	15,681	15,638	15,483	14,495	ו. פיקדונות פיצויים
11.5	12.3	10.4	57,549	56,347	56,743	55,987	53,165	ז. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
40.4	42.8	38.2	202,799	195,904	193,658	187,307	185,726	ח. קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים
55.2	58.4	51.6	276,751	267,933	266,040	258,776	253,385	ט. סך הנכסים לזמן ארוך (ו)+(ז)+(ח)
100.0	100.0	100.0	501,627	476,690	461,533	437,205	433,561	י. סך כל הנכסים הפיננסיים
19.2	19.0	30.6	96,294	93,580	89,041	79,748	82,583	מזה: מניות חופשיות ³
10.4	12.6	11.6	52,172	48,805	51,694	53,023	54,575	נכסים במטבע חוץ ^{4, 5}
50.6	52.1	46.0	253,807	244,930	238,236	230,686	225,995	נכסים צמודים למדד ⁵
19.8	16.2	11.9	99,354	89,374	82,563	73,749	70,408	נכסים לא צמודים ⁵

א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
 1. אמצעי התשלום²
 2. פז"ק, פח"ק (תפ"ס) ופיקדון אחר²
 3. מק"ם²
 ב. פת"ם, פצ"ם פמ"ח ואיגרות חוב סחירות
 1. פת"ם פצ"ם ופמ"ח
 2. איגרות חוב בידי הציבור²
 ג. סך הנכסים לזמן קצר למעט מניות²
 ד. סך הכל המניות²
 ה. סך הנכסים לזמן קצר כולל מניות (ג)+(ד)

נכסים לזמן ארוך
 ו. פיקדונות פיצויים
 ז. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
 ח. קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים
 ט. סך הנכסים לזמן ארוך (ו)+(ז)+(ח)
 י. סך כל הנכסים הפיננסיים
 מזה: מניות חופשיות³
 נכסים במטבע חוץ⁴
 נכסים צמודים למדד⁵
 נכסים לא צמודים⁵

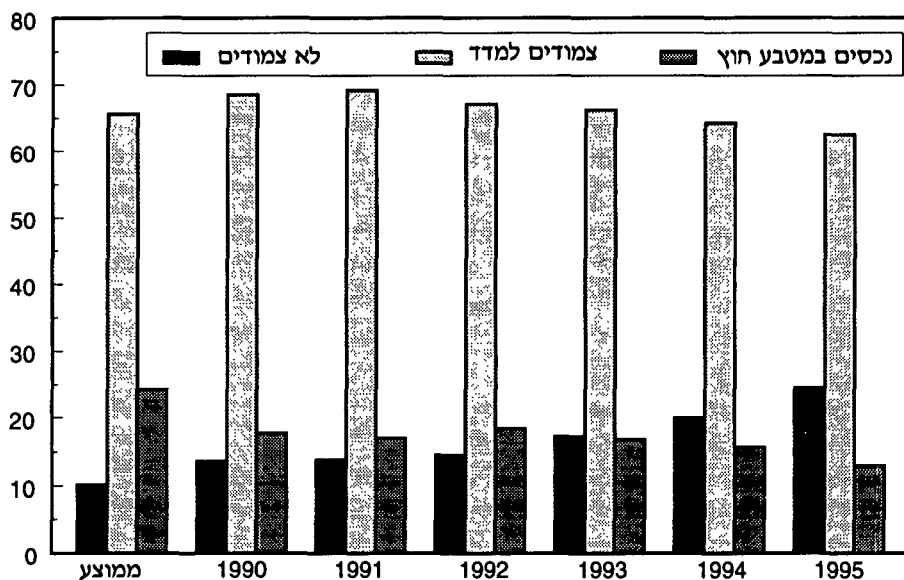
לוח ז'-15 (המשך)
הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור 1995-1994

השינוי הריאלי במשך התקופה 1995						השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת			
IV	III	II	I	כל השנה	1994	1993	1995	1994	1993
(אחוזים)									
נכסים לזמן קצר ²									
5.9	5.9	10.0	5.0	29.5	18.6	27.6	26.8	26.3	17.8
2.3	5.9	7.1	-6.1	9.0	-6.8	16.4	0.7	5.3	13.2
7.5	5.3	10.1	6.4	32.6	28.1	39.6	31.9	37.4	28.5
-0.8	11.3	18.3	33.7	74.7	35.0	-23.7	83.6	7.1	-32.1
9.0	3.9	-2.2	-5.7	4.5	-9.5	1.9	-4.7	-6.8	13.1
8.1	0.9	-4.5	-7.7	-3.8	1.5	0.4	-5.4	-0.6	12.9
9.8	6.4	-0.1	-3.8	12.3	-17.9	3.1	-4.4	-11.8	15.6
7.0	5.1	5.1	0.4	18.8	4.7	13.4	12.1	10.4	14.6
0.9	2.9	10.4	-3.8	10.3	-48.1	69.6	-11.0	-21.9	81.1
4.6	4.2	7.2	-1.2	15.5	-25.2	39.6	1.9	-6.7	38.4
נכסים לזמן ארוך									
1.6	-2.1	-1.2	6.6	4.7	-2.5	-4.9	2.1	-1.6	2.3
-0.8	-3.1	-0.9	5.0	0.1	2.8	18.7	6.3	0.9	11.9
0.6	-1.3	1.1	0.6	1.0	-2.4	6.4	0.7	2.1	7.2
0.3	-1.7	0.5	1.9	1.0	-1.3	7.9	1.9	1.6	7.8
2.2	0.8	3.2	0.6	7.0	-12.9	21.3	2.0	-2.3	19.7
-0.0	2.6	9.2	-3.7	7.9	-45.8	67.5	-21.7	-6.1	69.8
3.8	-7.8	-4.7	-3.1	-11.6	-5.1	-2.0	-10.2	-4.2	8.1
0.7	0.4	1.0	1.8	3.9	-1.2	6.4	3.2	0.2	7.0
8.0	5.7	9.5	4.5	30.5	18.9	29.0	27.2	28.8	18.1

1. א. ה"ציבור" בלוח זה אינו כולל את הממשלה את בנק ישראל, ואת הבנקים המסחריים. לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים, מחד גיסא, ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך.
 ב. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שבנכסים נספרים הן ההתחייבויות שהנפיקו גופים פרטיים לציבור והן הנכסים הפיננסיים שהחזיקו גופים אלה.
 2. למעט נכסים שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה ותכניות הביטוח (הנכללות בסעיף ח').
 3. כולל מניות בידי קופות הגמל.
 4. תכניות חיסכון שבהן מוצעת ברירת הצמדה למטבע חוץ או למדד הוגדרו כנכס הצמוד למטבע חוץ.
 5. כולל נכסים בקופות גמל.
 המקור: בנק ישראל.

**דיאגרמה ז'-9
התפלגות תיק הנכסים הפיננסיים בידי הציבור (ללא מניות),
1987 עד 1995**

אחוזים



המקור: בנק ישראל.

אך פטורים מהתשלום בניירות לא-צמודים. הביקוש לנכסים הלא-צמודים גדל השנה גם על רקע ירידת שיעורי האינפלציה. גם מדיניות מיחזור החוב של הממשלה, שביכרה הנפקת ניירות לא-צמודים במקום צמודים, תרמה לגידול.

הנכסים הצמודים למטבע חוץ, ובמיוחד תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים למטבע החוץ, ירדו, וירידת מחיריהם עם הייסוף הריאלי תרמה לצמצום נוסף של משקלן. לעומת זאת עלו הנכסים הצמודים למדד; גידול זה נובע כולו מהעלייה של תכניות החיסכון ושל הפיקדונות הצמודים שקנו קופות הגמל – בעוד שערכן של האגירות הסחירות שבידי הסקטור הלא-בנקאי ירד.

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, המורכב מ"רכוש פיננסי נקי" ומ"רכוש פיסי", נאמד ב־751 מיליארדי ש"ח, המהווים 285 אחוזים מערך התוצר המקומי. הרכוש הפיננסי הנקי הוא ההפרש בין ערך הנכסים הפיננסיים שמחזיק הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לבין התחייבויותיו הכספיות למערכת התיווך הפיננסי, לסקטור הציבורי ולחו"ל. הרכוש הפיננסי הנקי של הציבור מהווה 22 אחוזים מרכושו, והרכוש הפיסי – דירות ומוצרים בני קיימא לשימוש משקי הבית ונכסי ייצור ומלאי בסקטור העסקי – 78 אחוזים. סך הרכוש מנוכה במדד המחירים לצרכן גדל השנה ב־5.9 אחוזים, לעומת גידול של 2.9 אחוזים ב־1994 (לוחות ז'-16, ז'-8 סעיף 9).

כדי להפריד בין גידול רכוש הציבור הנובע מזרמי חיסכון ומפעילות השקעה, לבין הגידול הנובע משינויי מחיר של הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים ושל הרכוש הפיסי, חישבנו את השינוי הריאלי ברכוש על פי מדדי מחירים עצמיים של רכיביו – פיננסיים ופיסיים – והשווינו את התוצאות לשיעורי השינוי ב־1994. החישובים מראים, שבממוצע השתנו מחירי הנכסים וההתחייבויות כמו מדד המחירים לצרכן, כך

שיעורי הגידול של הרכוש - תרומת כמות ומחיר, 1994 ו-1995

שיעור הגידול של הכמות		שיעור השינוי של המחירים היחסיים		שיעור השינוי במונחי מדד מחירים לצרכן		הרכוש (מיליארדי ש"ח)		
1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	
5.9	4.1	0.0	-1.2	5.9	2.9	751.1	656.0	1. סך כל רכוש הציבור
-0.7	-3.5	-0.6	-3.9	-1.3	-7.4	162.1	151.9	2. רכוש פיננסי נקי
7.5	5.2	-0.9	-3.0	6.6	2.2	418.1	362.7	א מזה: נכסים פיננסיים
13.4	12.7	-1.1	-2.3	12.3	10.4	256.0	210.8	א. בניכוי: התחייבויות
7.8	6.7	0.3	-0.3	8.1	6.4	589.0	504.0	3. רכוש פיסי

מקור: ראה לוח ז'-ג-8.

שגם שיעור הגידול של הרכוש המנוכה במדד מחירים עצמיים עמד על 5.9 אחוזים, שיעור גבוה מאשר ב־1994 ודומה יותר לזה של 1993. המקורות לגידולו של הרכוש כוללים את החיסכון הפרטי, ההשקעות מחו"ל ומענקי ההון נטו של הממשלה (לוח ז'-17). החיסכון, שמורכב מחיסכון משקי הבית ומרווחים לא־מחולקים של פירמות, עלה, ובכך תרם להאצת גידולו של הרכוש. גם ההשקעות שמקורן בחו"ל, גדלו, ואילו מענקי ההון נטו של הממשלה – ההפרש שבין מענקי ההון שלה לבין העברות ההון של הציבור אליה – לא השתנו משמעותית.

השנה, בדומה למרבית השנים האחרונות, גדל הרכוש הפיסי, וגם משקלו ברכוש גדל, בעוד שהרכוש הפיננסי לא עלה. ניתן אפוא לומר, שהחיסכון במשק מופנה להשקעות שעשויות לתרום להגדלת התוצר בשנים הבאות. זאת בניגוד לשנים שקדמו לרפורמות של אמצע שנות השמונים, שבהן שימש החיסכון הפרטי מקור לחוב ממשלתי, שבחלקו הגדול אינו נושא פרי. גידולו של הרכוש הפיסי השנה נאמד ב־7.8 אחוזים (לאחר 6.7 אחוזים בשנת 1994), והוא שיקף את התרחבות ההשקעות ומלאי ההון והמוצרים של הסקטור העסקי ואת הגידול במוצרים בני הקיימא ב־11 אחוזים, בד בבד עם גידול מתון יותר (4.6 אחוזים) של מלאי הדיור. לעומת זאת הוסיף הרכוש הפיננסי הנקי לרדת, כאמור, אף שהירידה השנה צנועה מזו של 1994. ההתמתנות קשורה, בין השאר, לגידולן של התחייבויות הממשלה, המהוות תביעות של הציבור כלפיה – עם העלייה של הגירעון ושל מימונו באמצעות איגרות חוב.

הגידול הנמשך של משקל הרכוש הפיסי נובע מעליית ערכן של הדירות למגורים ומגידול הערך של הנכסים הפיסיים האחרים, בעקבות האצת ההשקעות מאז החל גל העלייה. עליית ערכן של הדירות בבעלות בשנים האחרונות אינה משקפת עלייה מקבילה בתשואה השוטפת של שכר הדירה, אף שהתשואות של נכסים פיננסיים מתחרים עלו. ייתכן שתכונות מסוימות, המייחדות את שוק הנדל"ן, תומכות בתופעה זו. (ראה פרק ב' – סעיף הבנייה).

מקורות לגידול ברכוש הציבור, 1994 ו-1995
כאחוז מהרכוש בתחילת השנה

1995	1994	
5.9	4.1	המקורות כאחוז מהרכוש
5.4	5.1	חיסכון פרטי ¹
0.5	0.1	השקעות מחו"ל
-0.2	-0.3	מענקי ההון ²
0.2	-0.8	טעויות והשמטות ³
5.9	4.1	השימושים כאחוז מהרכוש
-0.1	-0.9	מזה: תרומת הגידול ברכוש הפיננסי
6.0	5.0	מזה: תרומת הגידול ברכוש הפיסי

- (1) החסכון הפרטי כולל את החסכון הפרטי הנקי, החסכון במוצרים בריקיימא והתאמת בלאי הנובעת מהעובדה שהרכוש הפיסי מנוכה גרט, ואילו החסכון הנקי מנוכה פחת – שהוא גדול יותר.
 - (2) מענקי נטו של הממשלה שווים להעברות הון של הממשלה לציבור בניכוי העברות הון מהציבור לממשלה שכוללות תשלומי מס שבה, מס רכישה, דמי חכירה למינהל מקרקעי ישראל, תשלומים לקק"ל ודמי השבחה לרשויות מקומיות.
 - (3) הטעויות נובעות מטעויות במדידת ההשקעות מחו"ל וגם כתוצאה מהבדלים בהגדרות של רכיבי הרכוש והשינויים בהם לעומת מערכת החשבונאות הלאומית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
- מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

גידולו הנמשך של מלאי הציוד והמבנים נובע מעלייתה של ההשקעה הגולמית במשך בשנים האחרונות, שניזונה מההשפעה המצטברת של צמיחה, מרווחיות עולה (לעומת סוף שנות השמונים) ומהגברת ההשקעות בתשתית. תרם לגידול מלאי ההון הייסוף הריאלי, שהוריד את העלות היחסית של הציוד. לאורך התקופה סייע גם המימון הממשלתי הישיר, בין השאר, באמצעות החוק לעידוד השקעות הון, שהנמיך את רף הכראיות הכלכלית של החלטות השקעה. בשנים 1991 עד 1993 תרמו לגידול ההשקעות האשראי המקומי הוזל וירידתם של מחירי ההון מנקודת מבטם של בעלי החברות, עם עליית שערי המניות. לעומת זאת בשנים 1994 ו-1995 עלתה הריבית הריאלית המקומית, אולם הוזלתו של האשראי הדולרי קיזזה, לפחות חלקית, עלייה זו.

על סמך ניסיון העבר היה חשש כי ירידת מחירי המניות בשנת 1994 תביא להאטה בפעילות הריאלית ובהשקעות – מפני ירידת עושרם של משקי הבית, הכולל גם פרמיה שמבטאת את ערך השוק של פירמות הנסחרות בבורסה מעבר לערכם של הנכסים המוחשיים שבידיהן. אולם הואיל והעושר כולל גם את ערך הקרקע הגלום במחירי הדירות, וזה אינו בא לידי ביטוי באומדן הרכוש, ומאחר שהשינויים הנגזרים ממחירי הקרקע, שעלו בשנים האחרונות, עולים על אלו הקשורים לנפילות בבורסה, לא ירד העושר

בשנתיים האחרונות בעקבות ירידתם של מחירי המניות. מסיבה זו, כנראה, לא הביא השפל בבורסה למימוש החששות, והאצת ההשקעות נמשכה.

ירידתו הצנועה של הרכוש הפיננסי שיקפה השנה עלייה בת 7.5 אחוזים של הנכסים הפיננסיים, בעוד שההתחייבויות עלו בכ-13.5 אחוזים. בהסתכלות ענפית, בולט האשראי לענף הבנייה, שהמשיך לגדול לאחר גידול מהיר במיוחד ב-1994, וכתוצאה מכך התקרבו חלק מהבנקים השנה לתקרות האשראי שמעליהן דורשות הרשויות הפרשה מיוחדת לחובות מסופקים, כביטוי לסיכון הגלום בתיק לא מגוון.

המגמות של רכיבי הנכסים הפיננסיים לא היו אחידות: הנכסים הלא צמודים עלו מאוד, עם עלייתם של שיעורי הריבית עליהם, בעוד שהנכסים הפיננסיים האחרים עלו פחות, וחלקם אף ירדו. לעומת זאת ירדו במקצת ההתחייבויות הלא-צמודות לזמן קצר, ואילו האשראי החופשי במטבע חוץ לזמן קצר הוכפל, וגם האשראי האחר במטבע חוץ עלה, כך שמשקלו ביחס לתוצר עלה לרמה שלא נצפתה מאז 1989; זאת בהשפעת מדיניות שער החליפין, שהביאה להוזלת האשראי במטבע חוץ יחסית לאשראי הלא-צמוד. האשראי במטבע חוץ התרכז בעיקר בענפים שמייצאים, כגון התעשייה והתיירות, אף כי גדל גם משקל האשראי במטבע חוץ לענפים הלא-סחירים.

העלייה של האשראי במטבע חוץ נרשמה לאחר שבמשך שנים ירד חלקו בסך ההתחייבויות ממשקל גבוה יחסית – אשר אפיין את התקופה שבה היו הריביות הרביטוריות המקומיות גבוהות מאוד – לרמה נמוכה בשנים 1992 ו-1993, שבהן הייתה הריבית המקומית הריאלית נמוכה יחסית למקובל בעולם. בחלק מהגידול של אשראי זה השנה ניתן לראות תיקון לרמה סבירה יותר, אחרי שהריביות המקומיות עלו והגיעו לרמות מקובלות. עם זאת, על רקע הגידול המפליג של חלק האשראי במטבע חוץ לזמן קצר, מתעורר חשש לחשיפה יתירה של הסקטור העסקי לזעזועים בשער החליפין; זאת משום שהיקף אשראי זה הגיע למחצית היצוא השנתי, שיעור שלא נצפה מאז תכנית הייצוב. העובדה שהנכסים הפיננסיים הצמודים למטבע חוץ עדיין עולים במקצת על ההתחייבויות במטבע חוץ מלמדת שהסקטור הפרטי הלא-פיננסי בכלל אינו חשוף לשינויים במדיניות שער החליפין. עם זאת יש לזכור, כי ההתחייבויות במטבע חוץ הן ברובן הגדול של הסקטור העסקי, בעוד שהנכסים הפיננסיים נוצרו בעיקר כהתחייבויות של הממשלה כלפי משקי הבית; לכן שינויים חדים כלפי מעלה בשער החליפין ישפיעו לרעה על נוטלי אשראי מסוימים בסקטור העסקי. במקביל לכך עלולים משלמי המסים להידרש לממן את גידול ההתחייבויות של הממשלה כלפי משקי הבית שהשקיעו בנכסים צמודים למטבע חוץ.

התפתחות בסיס הכסף ואמצעי התשלום, 1992 עד 1995

שנת שיעור	אמצעי התשלום		הגידול בבסיס הכסף	בסיס הכסף	הנכסים הנזילים של הבנקים		המזומנים בידי הציבור	
	בניכוי עונתיות	נתונים מקוריים						
32	9,993	10,390	860	5,904	1,803	4,101		1992
31	13,071	13,571	1,836	7,740	2,888	4,852		1993
8	14,070	14,608	1,903	9,643	4,176	5,467		1994
17	16,413	17,022	-720	8,923	2,983	6,709		1995
-4	13,505	13,408	-1,988	7,655	2,359	5,296	ינואר	1995
-7	12,526	13,317	-139	7,515	2,179	5,562	פברואר	
4	13,056	13,520	863	8,379	2,805	5,574	מארס	
9	14,294	13,835	-374	8,005	2,366	5,639	אפריל	
2	14,649	14,246	843	8,848	3,064	5,784	מאי	
1	14,840	14,657	221	9,069	3,117	5,953	יוני	
2	15,137	14,811	-401	8,668	2,641	6,027	יולי	
1	15,299	15,362	-171	8,497	2,250	6,247	אוגוסט	
5	16,015	16,139	482	8,979	2,500	6,479	ספטמבר	
1	16,109	15,296	410	9,389	3,041	6,348	אוקטובר	
1	16,216	15,991	-285	9,104	3,112	6,391	נובמבר	
1	16,413	17,022	-181	8,923	2,983	6,709	דצמבר	

הנתונים השנתיים הם נתוני דצמבר של אותה שנה.

המקור: נכסים נזילים של המוסדות הבנקאיים - המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים. מזומנים בידי הציבור - המפקח על הבנקים, וסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ז'-נ'-2

הנכסים של הציבור בבנקים ובבנק ישראל, 1992 עד 1995

אמצעי התשלום					
סך הכול (1)	מזה: עו"ש	פח"ק (2)	פז"ק (3)	מק"ם (4)	M2 (1)+(2)+(3) +(4) =(5)
1992	10,390	6,289	10,489	11,393	35,223
² 1992	10,567	6,454	10,521	11,532	35,796
1993	13,571	8,720	16,763	17,494	50,582
1994	14,608	9,141	13,688	35,289	68,042
1995	17,022	10,313	16,348	52,457	93,664
1995	13,408	8,112	12,183	36,719	67,187
ינואר	13,317	7,755	12,765	38,564	69,803
פברואר	13,520	7,946	12,922	39,380	71,435
מארס	13,835	8,196	13,364	40,593	73,670
אפריל	14,246	8,461	13,077	42,879	76,410
מאי	14,657	8,704	14,249	43,989	79,637
יוני	14,811	8,785	14,097	45,216	81,541
יולי	15,362	9,115	14,160	46,130	82,981
אוגוסט	16,139	9,659	14,049	47,584	85,389
ספטמבר	15,296	8,948	14,210	49,211	86,508
אוקטובר	15,991	9,599	13,915	51,629	89,602
נובמבר	17,022	10,313	16,348	52,457	93,664
דצמבר					

(1) M2 כולל פיקדון אחר, שאינו מופיע בנפרד.

(2) בדיווח החדש החל מ-31 בדצמבר 1992 הריבית כלולה ביתרת הפיקדונות.

המקור: המפקח על הבנקים - סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

נכסים של הציבור בבנקים ובנק ישראל, 1992 עד 1995

סך כל הנכסים בבנקים ובבנק ישראל	M3	פמ"ח	תכניות	פמל"ה	פקדונות במטבע חוץ וצמודים לו לזמן קצר				
					סח"כ (6.1)	פמ"ח ופיקדונות לא־תושב של מקומיים (6.1)	פת"ם עו"ש וזמן קצוב (6.2)	פצ"ם (6.3)	
(7)+(8)+ (9)+(10) =(11)	(6)+(5) -(7)		(8)	(9)	(6)	(6.1)	(6.2)	(6.3)	
115,543	52,638		12,103	36,876	17,115	10,200	2,734	4,181	1992
116,918	53,333		12,269	36,876	17,537	10,467	2,667	4,403	21992
139,908	70,162		12,986	42,848	19,581	12,964	1,330	5,286	1993
173,920	90,793		14,495	53,401	22,751	15,171	723	6,857	1994
209,137	117,324		16,403	61,444	23,660	17,274	595	5,791	1995
173,753	88,368		14,735	54,712	21,181	14,714	654	5,813	ינואר 1995
177,333	90,600		15,008	56,128	20,797	14,725	593	5,478	פברואר
179,667	92,487		15,483	57,204	21,052	15,092	623	5,336	מארס
181,893	94,318		15,679	58,123	20,648	15,317	574	4,756	אפריל
186,007	97,235		15,865	59,254	20,825	15,333	578	4,914	מאי
189,493	100,191		15,638	59,960	20,554	15,341	688	4,525	יוני
192,620	102,280		15,889	60,671	20,739	15,497	647	4,595	יולי
194,902	104,204		15,488	61,399	21,223	15,644	787	4,792	אוגוסט
196,119	106,644		15,681	59,847	21,254	15,646	656	4,952	ספטמבר
198,828	108,601		15,960	60,209	22,092	16,250	951	4,892	אוקטובר
202,679	112,174		15,990	60,450	22,571	16,699	634	5,239	נובמבר
209,137	117,324		16,403	61,444	23,660	17,274	595	5,791	דצמבר

(1) סך פיקדונות הציבור למתן הלוואות בניכוי אשראי לממשלה מפמל"ה. (ניכוי זה משקף את ההנחה שעיקרו של אשראי זה מכוסה באיגרות חוב מיועדות).

המקור: המפקח על הבנקים - סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים. - סקירה שבועית של שוק ההון.

לוח ז'-נ'-4
שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1990 עד 1994
(אחוזים, מונחים שנתיים)

הריביות הדביטוריות												הריביות הקרדיטוריות	
שיעור הפיחות הממוצע של השקל לעומת הדולר	שיעור האינ- פלציה (1)	חח"ד ועו"ש ביתרות חובה (3)	חח"ד חריגות (4)	לא צמוד אחר (לז"ק) (5)	אשראי חופשי במט"י (6)	ריבית יורו ל-3 חודשים (7)	העלות הממוצעת בהלוואה המוני- טרית (8)	פח"ק (9)	התשואה לפדיון על התשואה לפדיון על מק"ם (10)	התשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים (11)	התשואה לפדיון על אג"ח ל-5 שנים (12)	המירווח הפיננסי במגזר הלא- צמוד (13)	
17.6	3.7	29.6	35.4	22.5	26.4	8.1	15.3	13.2	15.7	1.9	1.2	12.4	1990
18.0	13.7	29.9	35.9	22.3	26.4	5.8	15.4	12.9	14.9	2.9	2.1	12.7	1991
9.4	16.9	22.0	25.9	17.6	19.9	3.7	11.9	10.3	12.2	2.6	2.3	8.7	1992
11.2	10.1	18.1	20.2	15.0	16.4	3.1	11.3	9.7	11.4	2.9	2.8	5.4	1993
14.5	1.8	19.8	21.8	15.6	17.4	4.6	13.4	11.6	13.0	3.2	2.9	4.9	1994
8.1	3.1	22.4	25.0	18.4	20.1	5.9	15.6	13.3	15.4	4.3	4.1	6.3	1995
16.4	42.7	19.0	21.3	16.0	17.5	3.2	11.4	10.3	12.5	1.9	1.6	5.5	1993 ינואר
15.6	10.1	19.0	21.3	16.0	17.5	3.1	12.7	10.3	12.5	2.3	2.1	5.5	פברואר
16.6	-5.9	19.7	21.9	16.3	17.9	3.1	12.7	10.5	12.2	2.5	2.5	6.5	מארס
18.1	-18.1	19.6	21.8	16.1	17.7	3.0	12.7	10.6	12.0	3.0	3.0	6.0	אפריל
3.6	-3.7	19.4	21.7	16.1	17.7	3.0	13.0	11.0	12.8	3.4	3.3	5.4	מאי
3.0	15.1	19.4	21.7	15.9	17.6	3.2	12.7	11.1	12.7	3.4	3.4	5.8	יוני
1.5	26.3	18.5	20.7	15.1	16.7	3.1	11.7	10.2	10.4	3.5	3.4	5.8	יולי
12.1	17.2	17.0	19.0	14.4	15.6	3.1	10.0	9.4	10.0	3.5	3.4	5.2	אוגוסט
12.5	-0.9	16.4	18.4	13.6	14.9	3.0	9.5	8.1	10.7	3.1	3.0	5.1	ספטמבר
18.5	12.4	16.4	18.3	13.5	14.7	3.2	9.5	8.1	10.2	3.1	2.9	5.0	אוקטובר
9.5	29.0	16.6	18.5	13.6	14.7	3.3	9.8	8.2	10.3	2.8	2.5	4.8	נובמבר
9.5	11.2	16.5	18.5	13.2	14.6	3.2	10.2	9.0	10.3	2.5	2.2	4.9	דצמבר
8.5	4.9	17.5	19.3	13.6	15.3	3.1	11.0	9.4	10.2	2.7	2.4	5.2	1994 ינואר
7.1	-3.3	17.7	19.6	13.9	15.5	3.4	11.0	9.6	10.2	2.9	2.8	5.2	פברואר
13.2	-1.7	17.4	19.3	13.7	15.3	3.7	11.0	9.6	10.4	3.1	3.1	5.0	מארס
26.3	8.8	17.5	19.4	13.7	15.3	4.0	11.0	9.6	10.7	3.2	3.1	4.9	אפריל
15.3	9.2	17.8	19.8	14.0	15.6	4.4	11.5	9.9	11.0	3.2	2.9	4.8	מאי
17.6	13.6	18.4	20.4	14.6	16.2	4.4	12.2	10.5	12.0	3.4	3.0	4.8	יוני

לוח ז'-נ'-4 (המשך)
 שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1990 עד 1994
 (אחוזים, מונחים שנתיים)

הריביות הקרדיטוריות						הריביות הדביטוריות						שיעור הפיחות הממוצע של שיעור האינו-פלציה
המירווח הפיננסי במגזר הלא-צמוד	התשואה לפדיון על אג"ח ל-5 שנים	התשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים	התשואה לפדיון על מק"ם שנים	העלות הממוצעת בהלוואה המונית-טרית	ריבית יורו ל-3 חודשים	אשראי חופשי במט"י	אשראי לא צמוד אחר (לו"ק)	חח"ד חריגות	חח"ד ועו"ש ביתרות חובה	שיעור האינו-פלציה	שיעור האינו-פלציה	שיעור האינו-פלציה
(13)	(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
4.8	2.8	3.4	12.4	11.0	12.8	4.7	16.7	15.0	21.1	19.1	-7.6	13.7
4.4	2.6	3.1	13.5	11.5	13.3	4.7	17.1	15.4	21.6	19.7	3.1	13.5
4.7	2.6	3.0	14.4	13.0	15.1	5.0	18.7	16.8	23.3	21.3	-4.7	14.5
4.8	3.0	3.2	16.3	14.4	16.7	5.4	20.2	18.1	25.1	23.1	-2.0	17.9
4.8	3.2	3.5	16.3	14.5	16.7	5.7	20.4	18.5	25.1	23.1	-1.0	16.5
5.4	3.3	3.7	18.6	16.0	18.5	6.2	22.4	20.3	27.7	25.3	4.6	10.6
6.2	3.9	3.8	17.6	16.0	18.5	6.2	22.7	20.7	27.7	25.3	-5.8	2.0
6.7	4.1	4.1	18.1	15.9	18.3	6.1	22.9	21.0	27.7	25.3	-0.9	2.0
6.4	4.1	4.2	16.4	15.0	17.2	6.1	21.8	20.2	26.3	23.9	-12.5	-1.0
6.4	4.1	4.4	15.7	13.3	15.8	6.1	20.3	18.6	24.8	22.4	-6.7	11.6
6.3	4.1	4.4	15.1	12.8	15.0	6.0	19.6	17.9	24.1	21.8	20.0	12.6
6.2	4.0	4.4	14.7	12.3	14.4	5.9	19.2	17.5	24.1	21.3	-8.9	4.0
6.4	4.2	4.5	13.9	12.0	14.3	5.8	18.9	17.1	24.0	21.3	-9.9	3.0
6.1	4.1	4.4	13.8	11.9	14.1	5.8	18.7	16.9	23.6	20.9	35.4	15.7
5.8	4.0	4.3	14.4	11.9	14.1	5.7	18.8	17.1	23.7	21.0	1.9	12.2
6.8	4.4	4.5	15.1	12.4	14.8	5.8	19.4	17.6	24.2	21.8	-9.6	13.1
6.4	4.4	4.5	14.7	12.9	15.2	5.7	19.9	18.0	24.8	22.3	13.4	8.8
6.1	4.3	4.3	15.6	12.9	15.1	5.6	19.9	18.1	24.7	22.1	35.4	15.0

* הנתונים השנתיים מבוססים על מיצוע גיאומטרי של הנתונים החודשיים.

הערות לטורים:

(3) כולל ריבית רגילה, תשלום בגין חריגות בפועל, ונוסף על כך דמי הקצאה ועמלת ניהול.

(6) הריבית הממוצעת המשוקללת (בכמויות) על האשראי השקלי הלא-צמוד.

(7) היורו לשלושה חודשים מהווה בסיס לחישוב הריבית על האשראי החופשי בדולרים.

(10) התשואה הממוצעת לפדיון על מק"ם לחודש.

(13) לפי הגדרת הפיקוח על הבנקים.

המקור: טורים (3), (4), (5), (9), (10), ו-(13) - הפיקוח על הבנקים; טורים (6), (8) ו-(11) - המחלקה המוניטרית.

לוח ז'-נ'-5

האשראי מהבנקים למשכנתאות - זרמים ויתרות, 1993 עד 1995

השינוי הריאלי			הכמות במחירים שוטפים			
1995	1994	1993	1995	1994	1993	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)			
זרמי האשראי						
-12.3	-27.5	14.7	5,083	5,238	6,450	1. ההלוואות המוכוונות למגורים
8.5	66.0	95.3	10,114	8,479	4,546	2. ההלוואות הלא מוכוונות
0.5	11.1	38.2	15,197	13,717	10,996	3. סך כל ההלוואות למגורים (1 + 2)
-12.6	-0.4	58.0	6,166	6,369	5,699	4. ההלוואות למגורים בניכוי הפירעונות
18.5	101.4	65.9	3,490	2,714	1,189	5. ההלוואות שלא למגורים
3.4	19.9	40.5	18,687	16,432	12,185	6. סך כל זרם ההלוואות למגורים
יתרת האשראי						
17.7	20.1	17.5	69,777	54,823	39,899	היתרה לסוף תקופה ¹
19.4	18.0	12.8	62,088	47,318	35,663	היתרה הממוצעת ¹

(1) אומדנים לפי חודש דצמבר 1995.

לווח ז'-נ'-6

הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון, 1993 עד 1995'
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

הסקטור הפרטי		הסקטור הציבורי													
		איגרות חוב לא סחירות						איגרות חוב סחירות ²							
הנפקות מניות ונירות סך כל	ערך להמרה גיוס ההון	פדיונות אג"ח	הנפקת אג"ח	סך כל גיוס ההון	תשלומי ריבית על אג"ח נפרדות	הפקדות סך חופשיות הכול	מוסדות גמל, פנסיה וחברות ביטוח	תכניות חסכון מאושרות	גיוס הון נטו באמצעות הון נטו	מכירות גיוס הון נטו בשוק	הנפקות פדיונות הפתוח	הנפקות פדיונות הפתוח	הנפקות פדיונות הפתוח		
3,228	4,167	1,249	314	5,459	7,049	-4,954	-541	-1,791	-2,623	3,364	680	-498	8,967	12,149	1992
7,438	8,421	1,348	365	2,410	8,054	-6,099	-588	-2,263	-3,248	456	-179	-735	6,214	7,583	1993
2,919	4,847	1,949	21	-1,643	8,796	-6,152	-667	-2,738	-2,747	-4,288	-611	-705	15,236	12,264	1994
60	1,535	1,475	0	9,610	10,864	-9,794	-1,036	-2,635	-6,123	8,540	4,648	-1,474	9,495	14,861	1995
-29	108	137	0	-54	755	-372	-64	-123	-185	-437	91	-77	452	0	ינואר
-5	68	73	0	-261	592	-635	-45	-423	-167	-218	-12	-85	246	125	פברואר
183	377	194	0	404	696	42	-56	332	-234	-333	209	-337	498	293	מארס
-14	52	65	0	357	710	-315	-37	-130	-148	-38	148	-105	477	396	אפריל
39	128	89	0	674	897	-653	-63	-227	-363	430	711	-84	886	689	מאי
90	210	120	0	2,610	1,358	-906	-60	-308	-538	2,157	1,328	-137	386	1,353	יוני
-61	46	106	0	753	828	-635	-40	-283	-312	560	607	-109	1,413	1,475	יולי
80	128	49	0	2,338	792	-791	-66	-179	-547	2,338	732	-131	776	2,514	אוגוסט
99	131	32	0	1,081	1,172	-3,220	-60	235	-3,396	3,129	658	-90	795	3,356	ספטמבר
-166	71	236	0	1,652	928	-907	-365	-498	-44	1,631	441	-60	1,196	2,446	אוקטובר
17	138	121	0	218	834	-488	-79	-335	-73	-129	-461	-140	1,117	1,589	נובמבר
-173	79	253	0	-161	1,304	-914	-101	-696	-117	-551	195	-119	1,254	627	דצמבר

(1) הפדיונות של הסקטור הציבורי כוללים תשלום ריבית מצטברת.

(2) כולל איגרות חוב ממשלתיות לא צמודות מסוג "גילון" ו"שחר" וכן הנפקות לבנקים מסחריים ולקופות גמל; לא כולל רכישות ופדיונות לבנק ישראל.

(3) כולל תקבולים ממימוש אופציות.

המקור: המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-7

מדד התשואה הכוללת למניות רגילות למניות בכורה ולאגרות חוב הרשומות למסחר בבורסה, 1992 עד 1995

מניות וניירות ערך להמרה						אגרות חוב						
מקרקעין, מסחר בינוי ושירותים		חברות השקעה		בנקים למשכנתאות ומוסדות מימון ענפיים		בנקים מסחריים		מדד כללי		אג"ח		סוף תקופה
										אג"ח לא צמודות	אג"ח צמודות מט"ח	
(דצמבר 1994=100)												
111.8	113.9	123.4	121.2	102.1	115.4	96.5	115.4	79.4	93.4	83.2	1992	
202.6	170.9	157.0	182.7	150.9	190.2	118.2	162.6	90.6	98.9	90.8	1993	
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1994	
86.2	92.5	96.9	91.8	94.4	82.2	94.5	93.4	104.2	99.7	100.1	I 1995	
97.1	114.2	107.9	98.0	107.8	94.8	104.6	105.5	108.7	102.2	101.6	II	
98.6	125.5	114.8	100.9	100.8	94.4	118.5	112.4	112.0	104.2	104.9	III	
96.7	128.0	120.0	100.6	105.5	94.3	119.5	114.8	117.3	109.4	109.3	IV	
שיעור השינוי הריאלי במשך התקופה (אחוזים)												
-10.8	18.0	10.7	-7.3	-2.8	-13.0	10.2	5.9	8.2	0.9	0.7	1995	
-5.3	11.4	5.2	-4.4	5.2	-7.5	2.0	2.9	6.0	-0.4	-0.9	מחצית א	
-5.8	5.9	5.2	-3.0	-7.6	-5.9	8.0	2.9	2.1	1.2	1.6	מחצית ב	

(1) מנוכה במדד המחירים לצרכן, מתוקן לסוף החודש. התשואה הכוללת שווה לשינוי של המחיר בתוספת הריבית ששולמה.

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז'-נ'-8

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1993 עד 1995¹
(נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

השניוי הריאלי		השניוי הריאלי לפי מדד רכיבים		1995	1994	1993	
1995	1994	1995	1994				
הנכסים							
21.4	6.1	24.2	11.7	127,381	97,059	79,945	1. הנכסים לזמן קצר ²
9.0	-6.8	9.0	-6.8	16,381	13,907	13,044	א. אמצעי תשלום
32.3	28.3	32.3	28.3	64,735	45,279	30,828	ב. פח"ק (תפ"ס) ופיקדונות לזמן קצוב
74.7	35.0	74.7	35.0	6,115	3,238	2,097	ג. מק"מ
-3.8	1.5	0.1	14.3	23,660	22,751	19,581	ד. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)
12.3	-17.9	13.9	-13.1	29,143	24,001	25,547	ה. איגרות חוב סחירות
-1.9	-49.4	0.1	1.5	4,527	4,268	7,376	ו. מניות של מתווכים פיננסיים
11.8	-30.8	-16.7	-0.7	-6,727	-5,566	-7,024	ז. בניכוי מניות לא פיננסיות של הממשלה
-10.6	-17.8	-8.9	-10.5	-10,454	-10,820	-11,502	ח. בניכוי אג"ח קונצרניות
2. הנכסים הפיננסיים לזמן בינוני ³							
0.7	3.4	0.4	5.0	99,240	91,198	77,037	א. פיקדונות הציבור למתן הלוואות ⁴
-21.9	-16.2	-21.9	-16.2	781	925	964	ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לז"א
1.0	7.7	1.0	7.7	72,343	66,257	53,760	ג. פת"ם פיצויים
4.7	-2.5	0.8	-1.4	16,403	14,495	12,986	ד. אשראי יצואנים לחו"ל
-5.6	-10.8	-1.8	0.4	9,714	9,521	9,327	
3. הנכסים הפיננסיים לזמן ארוך							
1.5	-0.5	1.9	1.9	191,438	174,440	153,211	א. קופות גמל וקרנות פנסיה בניכוי מניות
-0.1	-2.0	0.2	0.6	160,321	148,488	132,427	ב. פיקדונות בביטוח חיים
11.4	11.7	11.8	13.2	31,009	25,760	20,145	ג. מילווה חובה ⁵
-48.4	-73.8	-48.4	-73.8	107	192	640	
4. הרכוש הפיסי							
8.1	6.4	7.8	6.7	588,996	504,028	413,805	א. מוצרים בני-קיימא
12.8	4.7	10.9	10.5	79,891	65,527	54,662	ב. דירות למגורים
6.1	9.9	4.6	3.6	288,148	251,321	199,892	ג. בניינים וציוד
8.7	4.6	10.9	11.5	204,262	173,847	145,187	ד. מלאי מוצרים
15.8	-17.2	13.9	-13.6	16,695	13,332	14,063	
7.5	4.6	7.7	6.1	1,007,054	866,725	723,999	5. סך כל הנכסים (1)+(2)+(3)+(4)

לוח ז'-נ'-8 (המשך)
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1992 עד 1995
 (נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

השניוני הריאלי		השניוני הריאלי לפי מדד רכיבים		1995	1994	1993	
1995	1994	1995	1994				
19.2	4.2	21.0	7.4	111,596	86,616	72,596	התחייבויות
-1.0	6.8	-1.0	6.8	69,693	65,109	53,285	6. ההתחייבויות לזמן קצר ⁶
102.3	8.0	110.6	21.5	34,044	15,565	12,598	א. האשראי החופשי במטבע ישראלי
-38.4	6.4	-38.4	6.4	327	491	403	ב. האשראי החופשי במטבע חוץ
27.8	-24.5	33.0	-15.1	7,532	5,451	6,310	ג. האשראי המוכון במטבע חוץ
							ד. האשראי מחו"ל (ספקים ושיר)
7.6	15.2	8.1	16.8	144,365	124,143	94,172	7. ההתחייבויות לזמן בינוני וארוך ⁷
6.6	15.4	6.6	15.4	126,521	109,798	83,158	א. האשראי לזמן ארוך במטבע ישראלי
15.1	13.8	19.7	28.1	17,843	14,346	11,015	ב. האשראי לזמן ארוך במטבע חוץ
12.3	10.4	13.4	12.7	255,961	210,759	166,768	8. סך כל ההתחייבויות (7)+(6)
5.9	2.9	5.9	4.1	751,093	655,966	557,231	9. הרכוש הנקי ⁸ (8)-(5)
6.1	5.6	7.1	6.5				10. גידול בתוצר
-0.2	-2.6	-1.2	-2.2				11. היחס רכוש/תוצר

- (1) החל מסוף 1992 נגזרים אומדני הרכוש הפיננסי מתוך מערכת דיווח חדשה של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.
- (2) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנוזלים שכלול ז'-15 נובעים מהשוני שבין הגדרת "הציבור" להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. הסעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות פיננסיים אחרים. הסעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות עריש וזמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לאיתושב של תושבי ישראל, פיקדונות תושב ופיקדונות יבואנים. הסעיף איגרות חוב כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור, בניכוי איגרות החוב שבידי בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות והבנקים להשקעות, מוסדות פיננסיים אחרים החייבים בדיווח, חברות הביטוח וקופות הגמל. הסעיף מניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח.
- (3) הרכוש הפנסי הנקי הינו סכום של הנכסים הפנסיים - סעיפים (1), (2), (3) בניכוי ההתחייבויות הפננסיות סעיף (8).
- (4) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ז'-15 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). בתכניות החיסכון נוקף רק המענק שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם בעת ההפקדה.
- (5) בניכוי הלוואות לממשלה הנכללות בבכ"ס קופות הגמל וביטוח חיים.
- (6) ערך מילות החובה חושב על ידי היוון הורם המותאם של הפירעונות, באשראי החופשי במטבע ישראלי כולל אשראי חופשי ממערכת הבנקאות המסחרית ואשראי לטווח קצר מבנקים למשכנתאות (אשראי לקבלנים) ומחברות ביטוח בניכוי האשראי לרשויות המקומיות. האשראי החופשי במטבע חוץ כולל אשראי ממערכת הבנקאות בישראל, למעט אשראי לדלק, האשראי מחו"ל כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחו"ל, אשראי ספקים ואשראי אחר מחו"ל (בניכוי רשויות מקומיות).
- (7) רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב באמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה בפועל. זרם הפירעונות נתקבל מפריסת החוב על תקופה של שש שנים (אומדן לאורך הזמן הממוצע של ההלוואה), לפי הריבית המשוכללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה באשראי במטבע חוץ חושבה באופן דומה, על ידי פריסת החוב לפי הריבית הממוצעת על יתרת החוב, והוונה על ידי הריבית בשוק הווירדורל.
- (8) נתון זה נגזר כהכרש שבין סך הנכסים לסך ההתחייבויות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, והוא כולל את אומדן הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.